



MAGYAR NEMZETI BANK

MNB

Műhelytanulmányok

36.

2005

PAPP MÓNKA

**A jelzáloglevél alapú finanszírozás helyzete
Magyarországon pénzügyi
stabilitási szempontból**

Papp Mónika

A jelzáloglevél alapú finanszírozás
helyzete Magyarországon pénzügyi
stabilitási szempontból

2005



A „Műhelytanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank vezető testületeinek, illetve
szakmailag illetékes munkatársainak álláspontját.

Írta: Papp Mónika
(Magyar Nemzeti Bank, Pénzügyi stabilitási főosztály)
Budapest, 2005. augusztus

Kiadja a Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Missura Gábor
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-5651 (on-line)



Tartalomjegyzék

A tanulmány főbb megállapításainak összefoglalása	7
Bevezetés	10
1. Jelzáloglevél és jelzáloghitelezés – a magyar rendszer sajátosságairól	13
1.1 A jelzáloglevél gazdasági jelentősége	13
1.2 A jelzáloghitelezés és a jelzáloglevél-piac kialakulása	17
2. A hazai jelzáloglevél-piac jellemzői	23
2.1 A piac szereplői	23
<i>Jelzálogbankok</i>	23
<i>Befektetők</i>	25
<i>Az intézményi befektetők befektetési korlátai és azok hatása</i>	26
2.2 Kibocsátás, másodpiaci forgalom	29
3. Kockázati kérdések	35
3.1 Hitelkockázat	35
<i>LTV-korlát, a jelzáloghitelek minősége</i>	35
<i>A jelzáloglevelek fedezettsége</i>	38
<i>Fedezetértékelés</i>	39
<i>Az előtörlesztés kockázata</i>	40
<i>Csődkockázat</i>	41
3.2 Piaci kockázatok	42
<i>Kamatkockázat, lejáratí összhang</i>	42
<i>Árfolyamkockázat</i>	43

4. Kitekintés	45
4.1 A támogatási rendszer lehetséges megváltozásának hatása	46
4.2 A devizahitelek terjedése	49
4.3 Befektetői elvárások	50
4.4 Jelzálogbanki modellek átalakulása	51
4.5 A jelzáloghitelezés finanszírozásának alternatívái	53
4.6 Az új tőkekövetelmény-szabályozások hatása	57
4.7 Legújabb fejlemények – A jelzálogbankok tulajdonosi háttérében történő változások	59
4.8 Konklúzió	60
Függelék	62
Szószedet	62
A támogatási rendszer elemei és a jelzáloglevélhez kapcsolódó támogatások	63
Az intézményi befektetők befektetéseire vonatkozó limitek és hatásuk	64
Irodalomjegyzék	68

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák:

1. ábra: Az európai jelzáloglevél-piac szereplői és piaci részesedésük 2003 végén	15
2. ábra: Az egyes kelet- és közép-európai országokban történt kibocsátások száma és volumene 2004. szeptember 22-ig	15
3. ábra: A hazai értékpapírpiacon egyes szegmenseinek részesedése a teljes értékpapír-állományból	16
4. ábra: A háztartási hitelek volumenének alakulása	18
5. ábra: A háztartásoknak jelzálogfedezet mellett nyújtott hitelek megoszlása (2005. június 30.)	19
6. ábra: A jelzálogbankok hitelállományának megoszlása hiteltípus alapján	20
7. ábra: A hazai jelzáloglevél-állomány alakulása	21
8. ábra: A piacon megjelenő jelzáloglevelek befektetők szerinti megoszlása 2004 végén	25
9. ábra: A jelzáloglevél-állomány a kibocsátás típusa szerint	29
10. ábra: A hazai és a külföldi kibocsátású jelzáloglevél-állomány alakulása	30
11. ábra: Az euróban denominált jelzáloglevelek volumene	31
12. ábra: A jelzáloglevél-állomány megoszlása a kamatozás módja szerint (2005. június 30.)	32
13. ábra: Az új folyósítások átlagos LTV-jének alakulása	36
14. ábra: A fix kamatozású forint jelzáloglevelek hátralévő lejárat szerinti megoszlása (2005. június 30.)	43
15. ábra: Az eszközoldali és forrásoldali támogatású hitelek állományának alakulása	46
16. ábra: A támogatott hitelek folyósítása és a refinanszírozott hitelállomány havi növekedése	47
17. ábra: A lakáshitel-folyósítások volumene (milliárd forintban) és megoszlása	50

Táblázatok:

1. táblázat: A három magyar jelzálogbank főbb adatai	23
2. táblázat: Az intézményi befektetők jelzáloglevél-befektetéseire vonatkozó szabályok	27
3. táblázat: A lakossági jelzáloghitelek LGD-mutatói a vizsgált országokban	37
4. táblázat: A jelzáloglevelek fedezettsége jelzálogbankonként 2004. december 31-én	38
5. táblázat: A teljes lakáshitel-állomány megoszlása hátralevő futamidő szerint (2005. június 30.)	48
6. táblázat: A dán és német jelzálogbankok hiteleinek állománya (milliárd euróban) és megoszlása	48
7. táblázat: A jelzáloglevél-finanszírozás és az értékpapírosítás közötti legfontosabb különbségek	55

A tanulmány főbb megállapításainak összefoglalása

A hazai jelzálogbankok által kibocsátott jelzáloglevél-mennyiség európai viszonylatban marginálisnak tekinthető, a fennálló jelzáloglevél-állomány GDP-hez viszonyított arányát vizsgálva azonban megállapíthatjuk, hogy a piac fejlettsége megfelel a francia és spanyol piacénak. Az újonnan EU-tagállammá vált országok közül hazánkban a legfejlettebb a jelzáloglevél alapú finanszírozás.

A magyar piac fejlődését egyértelműen a támogatási rendelet hatálybalépése ösztönözte. A rendelet a háztartások lakáshoz jutásának támogatása mellett közvetetten azt is biztosította, hogy a hosszú lejáratú lakáshitelek finanszírozásához a bankok a jelzáloglevelek segítségével hosszú lejáratú forrásokat legyenek képesek bevonni. A banki lejáratú összhang javítása mellett azonban a rendelet azzal, hogy a forrásoldali támogatások igénybevételét jelzáloglevél alapú finanszírozáshoz kötötte, versenyelőnybe hozta a jelzálogbankokat, illetve azokat a bankokat, amelyek saját jelzálogbankkal rendelkeztek. Ezen túl, mivel a jelzálogbankok portfóliója nagymértékben a forrásoldali támogatású hitelekre épül, a jelzálogbankokat speciális szabályozási kockázatnak tette ki.

Az elmúlt években a magyar jelzálogleveleket nemcsak a hazai, de a nemzetközi piac is elfogadta: a befektetők között az anyabankokon kívül egyre nagyobb szerephez jutnak a külföldi intézményi befektetők, az elmúlt másfél évben a piacon ténylegesen megjelenő jelzáloglevelek fele az ő portfóliójukat gazdagította. A hazai intézményi befektetők részesedése az anyabankok birtokában levő jelzáloglevelektől megtisztított állományban kb. 30%, ami magas, de elmarad a törvény által engedélyezett mértékektől. Így elmondható, hogy jelzáloglevél-befektetések nagyságát jellemzően nem a külső, hanem a saját belső limitjeik határozzák meg, és ebből adódóan várhatóan a jövőben sem emelkedik meg jelentősen az intézményi befektetők által birtokolt jelzáloglevelek aránya.

A külföldi befektetői réteg minél szélesebb körű elérése érdekében a jelzálogbankok elmozdultak a nemzetközi kibocsátások irányába, és az euróban denominált jelzáloglevelek volumene is növekedett. A papírok 80%-a 3–10 éves lejáratú, jellemzően fix ka-

matokkal. A csökkenő kamatkörnyezet hatására a forint fix kamatokból adódó merev forrásköltségek mérséklésére (swapokkal, vagy visszavásárlásokkal) a bankoknak kiemelt figyelmet kell fordítaniuk.

A jelzálogleveleket kockázati szempontból vizsgálva elmondhatjuk, hogy a papírok összességében alacsony kockázatot testesítenek meg. Szabályozási oldalról a befektetők biztonságát a felszámoló biztos mellett a „fedezeti biztos” intézményének bevezetésével lehetne tovább erősíteni, hiszen így a jelzálogbank esetleges csődje esetén is érvényesülne a fedezetek elkülönült kezelésének az elve. A bankok működéséből fakadó, de közvetetten a jelzáloglevél-befektetők kockázatát is meghatározó banki hitel és piaci kockázat terén pedig – a csökkenő kamatkörnyezet eredményeképpen – az előtörlesztések valószínűségének növekedésére és a már említett kamatkockázat kezelésére szükséges a bankoknak felkészülniük.

A jelzáloglevél alapú finanszírozás jövőbeni fejlődésére, véleményünk szerint, több külső tényező is hatást gyakorolhat. Ezek közül a devizahitelezés terjedése már érezheti hatását, hiszen a deviza alapú lakáshiteleknel a kereskedelmi bankok jellemzően nem jelzálogbanki refinanszírozást vesznek igénybe, hanem saját vagy anyabanki forrásokból nyújtják a hitelt, így a jelzálogbankok refinanszírozott hitelállományának növekedési üteme az elmúlt egy évben látványosan mérséklődött. A támogatási rendeltől való függőség következtében a forrásoldali támogatások esetleges további szigorítása hasonlóan csökkentené a jelzálogbankok eszközállományának bővülését.

Szabályozási oldalon Németországban elmozdulás történt a szakosított jelzálog-hitelintézetekre épülő rendszerről az univerzális bankok erősítésének az irányába. Ez azt jelenti, hogy a jövőben nemcsak jelzálogbankok, de bármelyik, adott feltételeknek megfelelő bank – felügyeleti engedéllyel – szabadon bocsáthat ki jelzáloglevelet. Magyarországon egy hasonló átalakítás hatására a kereskedelmi bankok tömeges jelzáloglevél-kibocsátása nem várható, hiszen nálunk a legtöbb kereskedelmi bank portfóliója nem lenne elegendő a hatékony kibocsátások biztosításához, ugyanakkor a jelzálogbanki rendszer megszüntetésével a forrásoldali támogatások elosztása versenysemlegessé válna. Az értékpapírosítás elterjedését, a támogatási rendelet jelzáloglevél alapú finanszírozást ösztönző hatása mellett, szintén hatékonysági kérdések akadályozhatják.

A tanulmány főbb megállapításainak összefoglalása

A Bazel II. szabályozás adaptálásánál is fontos kérdések merülhetnek fel a jelzáloghitelezés kapcsán. A jelzáloghitelekre képzendő tőkekövetelmény mellett adott esetben a bankok jelzáloglevél-befektetései is kedvezőbb elbírálásban részesülhetnek, de fontosabb kérdés lehet, hogy a zálogjog által biztosított kedvezőbb hitelkockázati szabályozást a kereskedelmi vagy a jelzálogbank érvényesítheti-e. A direktíva adaptálásánál mindenképpen szükséges a technika alapos vizsgálata, azaz mely esetekben melyik bank viseli a kockázatot, és ki a zálogjog jogosultja.

Összességében elmondható, hogy a jelzálogbankok szempontjából a jelzáloglevél alapú finanszírozás kapcsán az eszközoldal kialakítása jelent nagyobb problémát: az egy termékre, azaz jellemzően a támogatott lakáshitelekre épülő stratégiát a bankoknak át kell gondolniuk, és el kell mozdulniuk szélesebb termékpaletta kialakításának az irányába. A fejlett nemzetközi jelzáloglevél-piaccal rendelkező országokban (Dánia, Németország) elterjedt gyakorlat, hogy a jelzálogbankok a lakásfinanszírozás mellett vállalatok jelzálog alapú hitelezésével is foglalkoznak, közvetetten így segítik a kisebb vállalatokat tőkepiaci forrásokhoz. Az új termékek kifejlesztésére való törekvés a hazai jelzálogbankoknál is érzékelhetővé vált az elmúlt időszakban, a stratégiában történő módosítások sikeressége azonban az eltelt idő rövideége miatt egyelőre nem értékelhető.

Pénzügyi stabilitási szempontból egy olyan piaci alapokon működő jelzáloglevél alapú finanszírozási gyakorlat kialakulása lehet kíváncsú, amelyben nem az állami támogatások irányítják a szereplők döntéseit, így kisebb a szabályozási kockázat és a szabályok hatása a versenyre.

Bevezetés

A jelzáloghitelezés Magyarországon ma a bankszektor egyik legsikeresebb szegmense. Jelen tanulmányban a jelzáloghitelezésnek nem az eszközoldala, azaz a jelzáloghitelek, hanem az eddig viszonylag kevés hangsúlyt kapott finanszírozási oldala, azon belül is a jelzálogbanki modell és a jelzáloglevelek kerülnek fókuszba, bár a speciálisan szoros kapcsolatból adódóan egyes pontokon az eszközoldal vizsgálata is elengedhetetlennek bizonyul.

A tanulmányban a jelzáloghitelek elemzésére csak a jelzáloglevél-piac működésének és tendenciáinak megértéséhez szükséges mértékben térünk ki. A jelzáloghitelek, a lakáshitelek és a jelzáloglevél fedezetű hitelek közötti különbségek, valamint a támogatási rendelet által alkalmazott kifejezések magyarázatára így korlátozott a lehetőség, de a pontosabb érthetőség érdekében a Függelékben egy önálló, rövid szöveget állítottunk össze.

Pénzügyi stabilitási szempontból a jelzáloglevél és piacának megvizsgálása több szempontból is fontosnak tekinthető:

- a jelzálogbankoknak a magyar bankrendszerben betöltött speciális szerepe,
- a jelzáloglevél, mint speciálisan hosszú futamidejű finanszírozási eszköz jelentősége,
- a jelzáloglevél erősödő értékpapír-piaci jelenléte,
- a jelzáloglevélnek az intézményi befektetők portfóliójában elért részaránya,
- az eddig példaként szolgáló német jelzálogbanki modell átalakulása,
- és a hitelezési termékek között magas részaránnyal szereplő jelzáloghitelekhez fűződő szoros kapcsolata következtében.

A tanulmány célja annak bemutatása, hogy az elmúlt hét évben hogyan fejlődött ki a mesterségesen, állami oldalról a lakáscélú jelzáloghitelekhez kapcsolódó támogatásokon keresztül erősen befolyásolt jelzáloglevél alapú finanszírozás, hol tartunk most szabályozási és piaci szempontból, és mik azok a tényezők, amelyek a további fejlődés irányát meghatározzák. Mindezeket a jelzáloglevelek piacának, a jelzálogbankok működésének, a szabályozási környezet sajátosságainak és a jelzáloglevélhez kapcsolódó kockázatoknak a bemutatásán keresztül tesszük meg.

A legfontosabb kérdésnek az tekinthető, hogy az állami támogatásokkal elindított és fenntartott rendszer mennyire lenne sikeres egy tisztán piaci feltételekre épülő környezetben. Magyar viszonylatban a piac fejlődése és a jelzáloglevél alapú finanszírozás rövid és hosszabb távú alakulásának szempontjából érdemes több külső tényező esetleges befolyásoló szerepét is figyelembe venni. Az utolsó fejezetben ennek tükrében a következő tényezők hatását vizsgáljuk:

- a támogatási rendszer esetleges megváltozása,
- a devizahitelezés növekedési ütemének fennmaradása,
- keresleti oldalról a külföldi/hazai befektetők elvárásai,
- a jelzálogbanki modell fennmaradása/megváltoztatása,
- az alternatív finanszírozási lehetőségek,
- az új tőkekövetelmény-szabályozások,
- a legújabb fejlemények – a jelzálogbankok tulajdonosi szerkezetében történő változások.

1. Jelzáloglevél és jelzáloghitelezés – a magyar rendszer sajátosságairól

1.1 A jelzáloglevél gazdasági jelentősége

A jelzáloglevél olyan hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amelyet Magyarországon kizárólag jelzálogbank bocsáthat ki, a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről szóló 1997. évi XXX. törvény előírásainak megfelelően. A lakáshitelezésben jellemző, speciálisan hosszú lejáratú hitelek finanszírozásának egyik közkedvelt megoldása a jelzáloglevél alapú finanszírozás, hiszen a bankok számára szinte egyedülállóan hosszú források bevonását teszi lehetővé. Maga az instrumentum igen hosszú történelmi múltra tekint vissza, Európában már a 18. század végén jelen volt, és kedvező tulajdonságai következtében jelenleg is számos európai országban népszerű banki forrásgyűjtési módszer.

A jelzálogleveleknek minden országban más az elnevezésük, nemzetközi viszonylatban a *covered bond*, vagy a *mortgage bond* kifejezés használatos. Az előbbi elnevezés azonban a hazai jelzáloglevél-fogalomnál tágabb kategóriát jelöl, hiszen minden speciális eszközfedezettel biztosított hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt magában foglal.

Egy értékpapírt az Európai Unió gyakorlatában akkor neveznek *covered bond*-nak, ha az bizonyos feltételeknek megfelel. Ezek a feltételek a UCITS-direktívában kerültek megfogalmazásra. A UCITS-direktíva az Európai Parlament és a Tanács 2001/108/EK irányelve, amely az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó befektetési szabályokat foglalja össze. A direktíva az alábbi jellemzők fennállása esetén tekint egy értékpapírt *covered bond*-nak (22. cikk, 4. bekezdés):

- hitelintézet bocsátja ki,
- hitelviszonyt testesít meg,
- jogszabály alapján speciális felügyelet vonatkozik a kibocsátóra,
- a kötvénykibocsátásból származó összegeket törvényi szabályozás szerint olyan eszközökbe fektetik be, amelyek alkalmasak a kötvények visszafizetésére, és amelyeket a kibocsátó csődje esetén első helyen a tőke és kamatai kielégítésére használnak fel (a jelzáloglevél esetében ezek az eszközök a jelzáloghitelek).

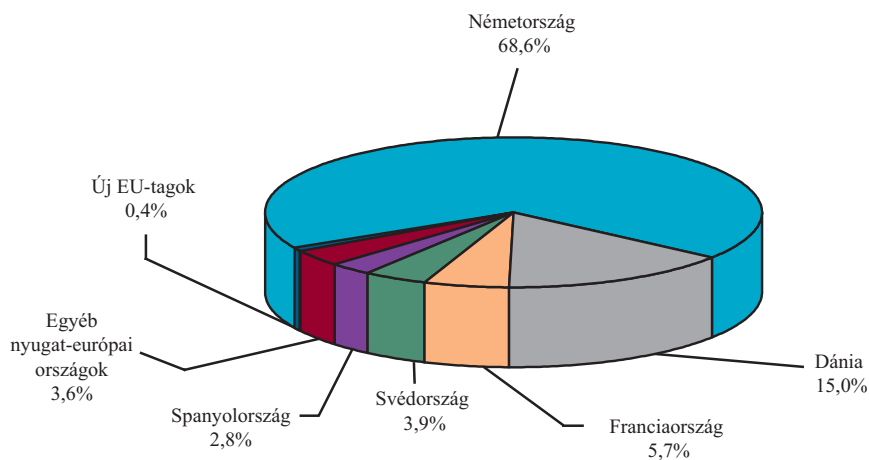
A jelzáloglevél több szempontból is kiemelkedő szerepét az alábbi előnyök biztosítják:

- a befektetők számára alacsony kockázatot hordoz, mivel a mögötte álló fedezetek alacsony kockázati kategóriájú eszközök (jelzáloghitelek és zálogjogok), és a kibocsátóra speciális, szigorú szabályok érvényesek;
- az alacsony kockázat a kibocsátó szempontjából lehetővé teszi, hogy az értékpapírokat a fedezetlen banki kötvényekhez képest olcsóbban tudják értékesíteni;
- az alacsony forrásköltség segít a hitelköltségek csökkentésében és így közvetetten a hitelfelvevő is érezheti a jelzáloglevél alapú finanszírozás kedvező hatását;
- szabályozói és kockázatkezelési szempontból az értékpapír megfelelő kibocsátási és árazási struktúrával párosulva, képes a bank eszköz-forrás struktúrájához kapcsolódó lejáratí összhang javítására;
- az intézményi befektetők számára olyan hosszú lejáratú értékpapírt jelent, ami segíthet portfóliójuk diverzifikálásában.

A jelzáloglevél elterjedését és kiemelkedő jelentőségét mutatja, hogy az európai kibocsátású jelzáloglevelek volumene 2003 végén elérte az 1540 milliárd eurót, ami mind

1. ábra

Az európai jelzáloglevél-piac szereplői és piaci részesedésük 2003 végén



Forrás: European Mortgage Federation.

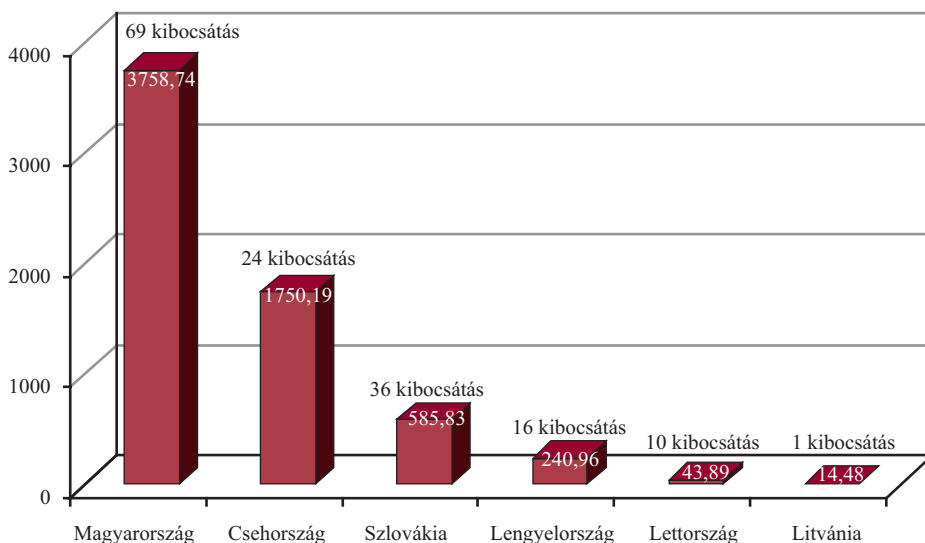
Jelzáloglevél és jelzáloghitelezés – a magyar rendszer sajátosságairól

a teljes kötvénypiac, mind az európai GDP-kibocsátás kb. 17%-ának felel meg. A forgalomban levő jelzáloglevelek volumene / GDP mutató azonban országonként jelentős különbségeket mutat, Dániában például a jelzáloglevelek volumene a GDP másfélszeresét is meghaladta 2003 végén.¹

Magyarország jelzáloglevél-piaca európai viszonylatban marginálisnak tekinthető, a jelzáloglevél-állomány GDP-hez viszonyított aránya azonban 5,3% volt 2003 végén, ami nagyjából megfelel a francia és spanyol piac méretének. Az Európai Unióhoz újonnan csatlakozott országok tekintetében a legnagyobb piacot mondhatjuk magunkénak.

2. ábra

Az egyes kelet- és közép-európai országokban történt kibocsátások száma és volumene 2004. szeptember 22-ig
(millió euróban)



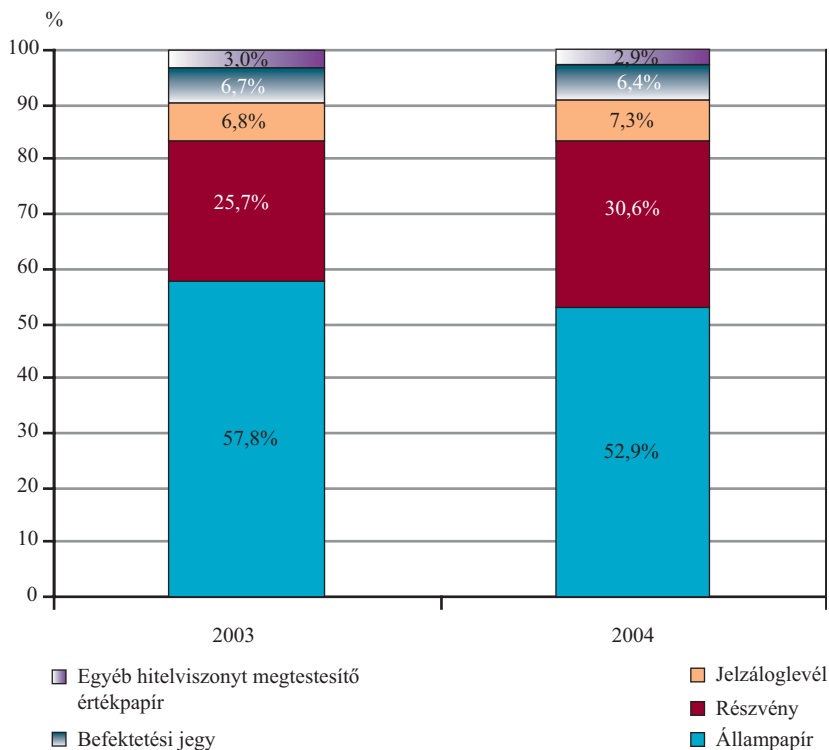
Forrás: European Mortgage Federation.

A hazai értékpapírpiacon a jelzáloglevelek tekinthetők volumen alapján az állampapírok és a részvények után a legfontosabb befektetési alternatívának. Az értékpapírpiacon részesedésük egyelőre 10% alatti, de a folyamatok tendenciáját vizsgálva elmondható, hogy szerepük egyértelműen növekszik.

¹ European Mortgage Federation: Mortgage Banks and the Mortgage Bond in Europe (2003).

3. ábra

A hazai értékpapírpiacon egyes szegmenseinek részesedése a teljes értékpapír-állományból



Forrás: MNB.

A magyar jelzáloglevél-piac igen rövid idő alatt, az elmúlt 5 évben érte el jelenlegi fejlettségét. Ezzel kapcsolatban felmerülhet a kérdés, hogy a kelet-közép-európai országok viszonylatában mi okozta a magyar piac látványos kiugrását? A szabályozási környezet ezekben az országokban jellemzően egy időben, az 1995–1998-as időszakban alakult ki, az instrumentum piaca azonban Magyarországon sokkal fejlettebb, a jelzáloglevél sokkal népszerűbb forrásszerzési módszer. A választ egyértelműen a jelzáloghitelezés mozgatórugóinál kell keresnünk.

1.2 A jelzáloghitelezés és a jelzáloglevél-piac kialakulása

A rendszerváltás előtti időszakban az állami támogatások hatására a lakáshitelekhez igen kedvező feltételek mellett lehetett hozzájutni. A rendszerváltás utáni években ezzel szemben a jelzáloghitelezésnek keresleti, kínálati és szabályozói oldalról is erős korlátai voltak:

- kedvezőtlen makrogazdasági környezet
 - magas és volatilis infláció és magas kamatok, amelyek egyrészt a hitelek esetében magas törlesztőrészeket eredményeztek, másrészt korlátozták a bankok hajlandóságát a hosszú lejáratú források bevonására,
 - a csökkenő reálbérek és a magas munkanélküliség alacsony hitelkeresletet eredményezett,
- a vállalati szegmens hitelezésének dominanciája kínálati oldalon,
- hiányosságok a szabályozási környezetben,
- jelzálogjog-bejegyzési és jelzálogjog-érvényesítési problémák.

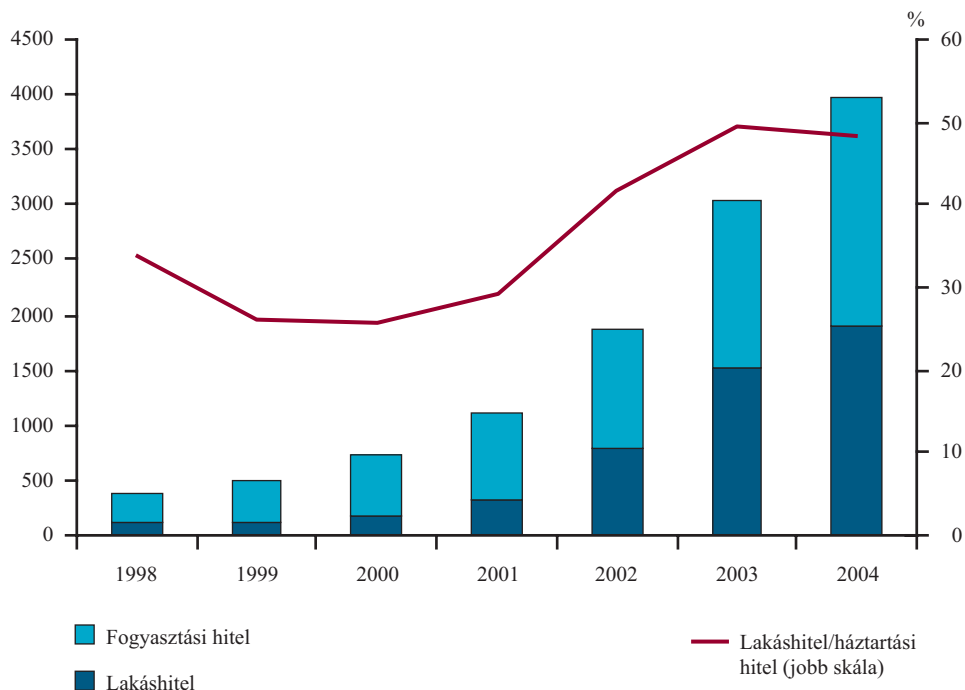
A jelzáloghitelezés szabályozási környezete a '90-es évek második felében alakult ki: 1996-ban megszületett az új hitelintézeti törvény, 1997-ben pedig definiálták a jelzáloghitel, a jelzálog-hitelintézet és a jelzáloglevél fogalmát. A szabályozás szerint minden ingatlanra bejegyzett, jelzáloggal fedezett hitelt jelzáloghitelnek tekintünk. Mindkét törvény, kisebb változásokkal, ma is hatályban van.

A jogszabályi háttér biztosítása azonban nem tűnt elégségesnek a jelzáloghitelezés elindulásához. A kedvezőtlen inflációs és kamatkörnyezet, az alacsony lakásépítési hajlandóság, a növekvő lakásárak és a továbbra is alacsony háztartási jövedelmek eredményeképpen a háztartási hitelek állománya nem indult látványos növekedésnek. Változást csak az ún. támogatási rendelet² 2001. évi hatálybalépése hozott, amely a lakáshitel-állomány dinamikus bővüléséhez vezetett.

² 12/2001. Kormányrendelet a lakáscélú állami támogatásokról.

4. ábra

A háztartási³ hitelek volumenének alakulása (milliárd forint)



Forrás: MNB.

A lakáskonceptió keretei között Magyarországon egy többpilléres támogatási rendszer került kialakításra⁴, amelyben a hitelintézetek szempontjából a kamattámogatási elem kap kitüntetett figyelmet, mivel ez kapcsolódik közvetlenül a jelzáloghitelezéshez. A kamattámogatás két formában is kedvezően érinti a bankok jövedelmezőségét: egyrészt az állami támogatás közvetlenül pluszjövedelmet generál, másrészt a hitelek iránti kereslet a volumennövekedésen keresztül emeli a bankok bevételeit.

A jelzálogbankok szempontjából a 2001. évi támogatási rendelet áttörést jelentett: hatására a jelzálogbankok kiemelkedő szerephez jutottak a jelzáloghitelezésben, mivel Magyarországon az a speciális megoldás született, hogy a kormányzat a támogatások egy részét a jelzáloglevél alapú finanszírozáshoz kötötte (forrásoldali támogatású hitelek).

³ A teljes pénzügyi szektor (bankok, pénzügyi vállalkozások) háztartásoknak nyújtott hitelállományát tartalmazza.

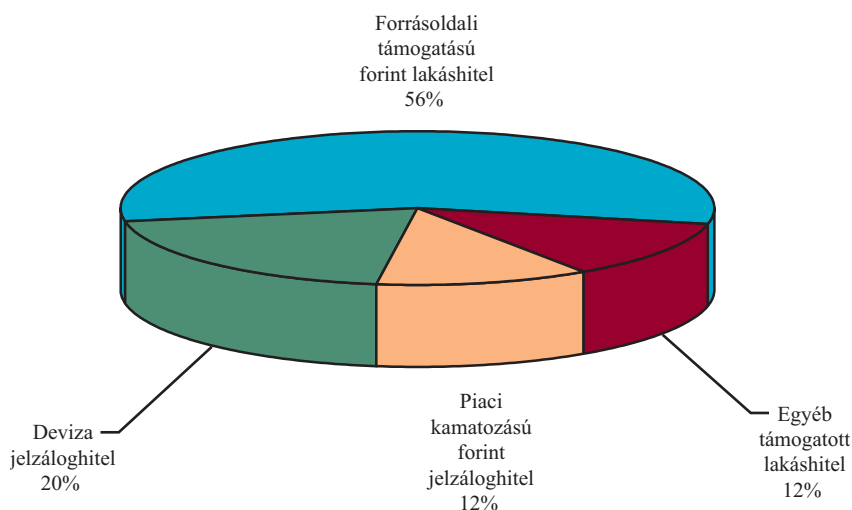
⁴ A jelenlegi rendszer főbb elemeit, és a jelzáloglevélhez kapcsolódó támogatás jellemzőit a Függelékben mutatjuk be.

Jelzáloglevél és jelzáloghitelezés – a magyar rendszer sajátosságairól

A bankrendszer jelzálogfedezet mellett nyújtott lakossági hiteleinek igen jelentős részét (2004 végén 75%-át) a támogatott lakáshitelek eredményezték, ezen belül is a támogatások közel 80%-a kapcsolódott a jelzáloglevél alapú finanszírozáshoz.

5. ábra

A háztartásoknak jelzálogfedezet mellett nyújtott hitelek⁵ megoszlása (2005. június 30.)



Forrás: MNB.

A támogatások részben jelzáloglevelekhez kapcsolása következtében a kereskedelmi bankok csak jelzálogbanki refinanszírozás útján tudnak a forrásoldali kamattámogatásokhoz hozzájutni, ami jelentős hatást gyakorol a verseny mértékére is. A saját hitelt is nyújtó jelzálogbankok, és azok a kereskedelmi bankok, amelyek saját jelzálogbankkal rendelkeznek, az olcsóbb finanszírozás révén előnybe kerülnek a többi bankkal szemben.

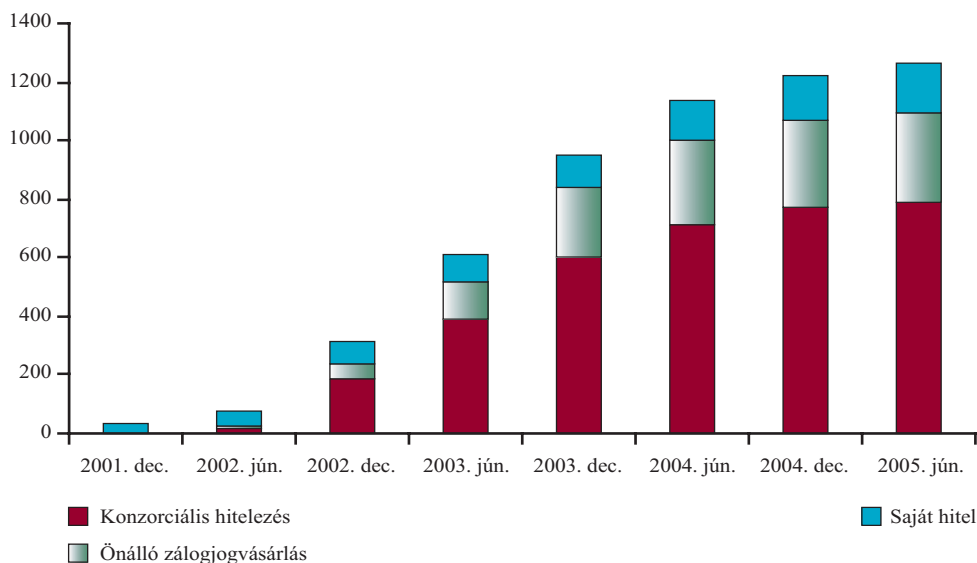
A kereskedelmi bankok refinanszírozása két formában történhet: az egyik mód a konzorciális hitelezés, amikor a jelzálogbank a jelzálogfedezet mellett nyújtott hitelt teljes egészében átveszi a kereskedelmi banktól, a másik megoldás pedig az önálló zálogjogvásárlás, amikor csak a jelzáloghitel mögött álló zálogjog kerül át a jelzálogbankhoz.

⁵ A háztartásoknak jelzálogfedezet mellett nyújtott hitelek: lakáshitelek és fogyasztási célú jelzálogfedezetű hitelek.

6. ábra

A jelzálogbankok hitelállományának megoszlása hiteltípus alapján

(milliárd forint)



Forrás: MNB.

A támogatási rendszer hatására a jelzálogbankok hitelállományához igazodva a kibocsátott jelzáloglevelek volumene is látványosan növekedett, 2005 júniusában a forgalomban levő jelzáloglevelek értéke már meghaladta az 1260 milliárd forintot.

A jelzáloglevél alapú forrásgyűjtés elméletileg minden jelzálog fedezetű hiteltípus finanszírozását lehetővé teszi, Magyarországon azonban a támogatási szabályok következtében a jelzáloglevél-állomány nagysága egyértelműen a támogatott lakáshitelek állományához igazodik.

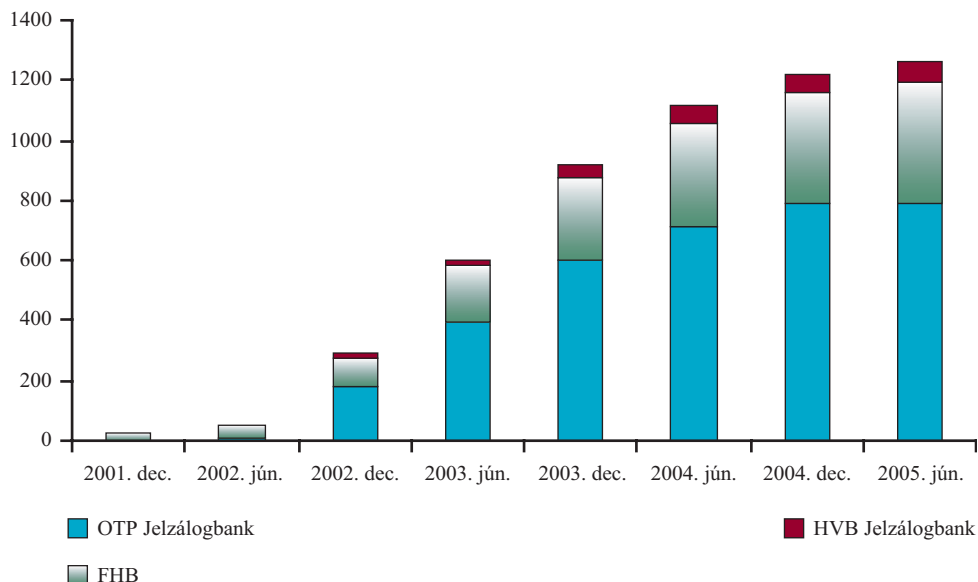
A támogatási rendeletnek a jelzáloghitel-termékek keresletére és közvetetten a jelzáloglevél alapú finanszírozásra gyakorolt hatása következtében a szabályozási környezet változása kiemelt kockázatot jelent a szektornak.

Az elmúlt 4 évben a támogatási rendszert két alkalommal, 2003 júniusában, és 2003 decemberében jelentős mértékben szigorították. A változások mindkét esetben két folyamatot indítottak el: a módosítások előtt jelentősen megnövekedett a hitelfelvétel (a háztartások előrehozták döntéseiket), a rendelet hatálybalépésével pedig visszaesett

7. ábra

A hazai jelzáloglevél-állomány alakulása

(milliárd forint)



Forrás: MNB.

a támogatott (elsősorban a használt lakás vásárlásához kapcsolódó) lakáshitelek folyósítása. A 2003. decemberi módosítás hatására a támogatások olyan mértékű csökkenése következett be, hogy a bankok egy új terméket fejlesztettek ki jövedelmezőségük fenntartása érdekében, a devizaalapú jelzáloghitelt. Ezeknek a hiteleknek a finanszírozása azonban jellemzően nem jelzáloglevél alapú forrásokból, hanem saját vagy bankközi forrásokból történik, ami csökkentheti a jelzálogbankok jövőbeni refinanszírozó szerepét.

A jelzáloglevél-piac kifejlődését egyértelműen a kormányzati támogatások rendszere biztosította, ennek köszönhető, hogy az elmúlt 5 évben Magyarország a nemzetközi jelzáloglevél-piacon a legerősebb pozíciót és a legnagyobb volument volt képes elérni az újonnan csatlakozott országok között. A támogatási rendelet amellett azonban, hogy a kockázati szempontból mindenképpen előnyösnek mondható jelzáloglevél alapú finanszírozást közvetetten ösztönzi, a jelzálog-hitelezési piac fejlődésének szempontjából is meghatározó külső tényezővé vált: hatására a jelzálogbankok és a jelzá-

Magyar Nemzeti Bank

logbankokkal rendelkező kereskedelmi bankok versenyelőnyre tettek szert a támogatott hitelek nyújtásában, másrészt a támogatási rendeletről való függőség következtében a jelzálogbankok, és a refinanszírozott kereskedelmi bankok is kiemelt mértékű szabályozási kockázatnak lettek kitéve.

2. A hazai jelzáloglevél-piac jellemzői

2.1 A piac szereplői

Jelzálogbankok

A német modell alapján jelzáloglevél kibocsátására csak szakosított hitelintézet, ún. jelzálog-hitelintézet jogosult, amelynek az egyéb hitelintézetekhez képest szigorúbb elvárásoknak kell megfelelnie:

- az alapításhoz szükséges jegyzett tőke 2 milliárd forint helyett 3 milliárd forint;
- tevékenységi korlátok:
 - nem gyűjthet betétet,
 - csak kockázatkezelési és likviditási céllal jogosult fedezeti derivatív ügyletek kötésére,
 - csak jelzálogjoggal vagy állami készfizető kezesség vállalásával biztosított fedezet mellett nyújthat hitelt,
 - jelzáloglevél visszavásárlására nem vállalhat kötelezettséget,
 - bankári kötelezettséget (kezesség, garancia) csak ingatlanfedezet mellett vállalhat és csak azok részére, akiknek hitelt nyújt.

Magyarországon három jelzálog-hitelintézet létezik, az OTP Jelzálogbank, az FHB és a HVB Jelzálogbank. A három bank méretében, tulajdonosi szerkezetében és stratégiájában is jelentős különbségeket mutat.

1. táblázat

A három magyar jelzálogbank főbb adatai

	Alapítás éve	Tulajdonos	Piaci részaránya a teljes magyar jelzáloglevél-állományban 2005.06.30-án
FHB	1998	53%-ban az ÁPV Rt.	31,7%
HVB Jelzálogbank	2001	HVB Bank	5,6%
OTP Jelzálogbank	2002	OTP Bank	62,7%

Forrás: MNB.

A piacon megjelenő első jelzálogbank az **FHB** (Földhitel- és Jelzálogbank) volt, amely működését állami szerepvállalással 1998-ban kezdte meg. 2003 májusában a kormány a részvények egy részének tőzsdei úton való értékesítése mellett döntött, a bank saját tőkéjének 53,2%-a azonban állami tulajdonban maradt.

Az FHB, anyabank hiányában, a jelzáloglevelek értékesítésében teljes egészében a piacra van utalva, így bár a teljes jelzáloglevél-állományt tekintve csak a második legnagyobb jelzálogbank, a piacon megjelenő jelzáloglevél-állomány alapján az FHB tekinthető a legfontosabb piaci szereplőnek. Az FHB a saját hitelek nyújtása mellett konzorciális formában és önálló zálogjog megvásárlásával is finanszíroz jelzáloghiteleket, számos kereskedelmi bankkal áll üzleti kapcsolatban. A refinanszírozáson keresztül biztosítja a partnerei által nyújtott jelzáloghitelek mögé a jelzáloglevél-finanszírozást, és közvetetten a kormányzati támogatást.

A HVB Bank által alapított **HVB Jelzálogbankot** elsősorban a nem pénzügyi vállalati jelzáloghitelek finanszírozására hozták létre, a lakossági hitelezés felfutásával azonban a HVB Jelzálogbank is belépett a lakáshitelek finanszírozásáért folytatott versenybe, és az anyabankon kívül több kereskedelmi bankkal is partneri szerződést kötött. Jelzáloglevél-piaci részesedése azonban dinamikus növekedési üteme ellenére is csak 5% körüli.

A piacon utolsóként kezdte meg a működését az **OTP Jelzálogbank**, amely már működésének első évében piacvezetővé vált, az általa kibocsátott jelzáloglevelek összértéke több mint másfélszerese volt a másik két jelzálogbank által kibocsátott értékpapír-állománynak. Az OTP Jelzálogbankot az OTP Bank alapította, annak érdekében, hogy a háztartási szektorban elért piacvezető szerepét erősítse, és egy igen kedvező forrásbevonási lehetőség mellett minél egyszerűbben és olcsóbban jusson hozzá a támogatási rendelet által a jelzáloglevél-finanszírozáshoz kötött támogatásokhoz.⁶ Az OTP Jelzálogbank kizárólag az OTP Bankon keresztül, konzorciális formában hitelez.

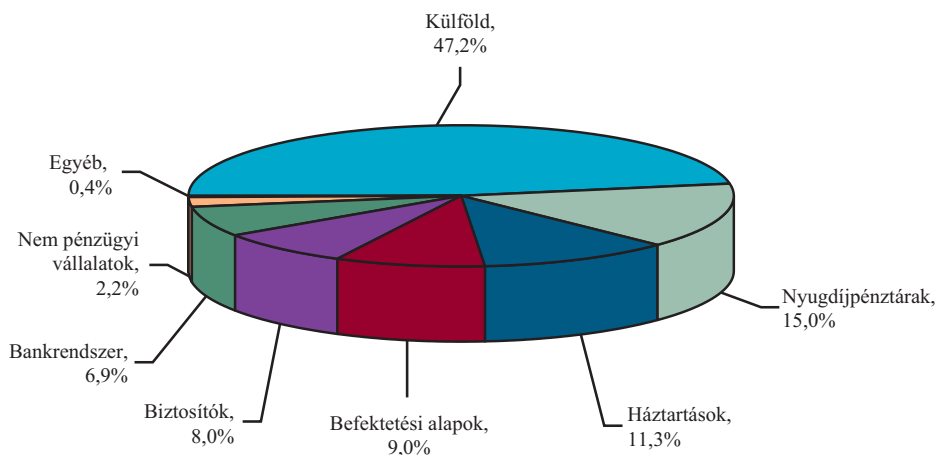
⁶ Egy kereskedelmi banknak a támogatásokhoz való hozzájutás érdekében vagy a jelzáloghitelt, vagy a mögötte álló zálogjogot értékesíteni kell a jelzálogbanknak, amiért cserébe a támogatás mértékével csökkentett kamatot kell fizetnie. Az OTP és a HVB saját jelzálogbankja révén mentesül ettől a jövedelemkieséstől.

Befektetők

A jelzáloglevél-befektetők körét vizsgálva elmondható, hogy a HVB Jelzálogbank és az OTP Jelzálogbank esetében az **anyagbanki finanszírozás** fontos szerepet kap, ha azonban a piacon ténylegesen megjelenő jelzáloglevelek befektetőit vesszük csak figyelembe, akkor egyértelműen a **külföldi befektetők** (jellemzően intézményi befektetői kör) dominanciáját észlelhetjük. Az elmúlt másfél évben a külföldi tulajdonban levő jelzáloglevelek aránya megduplázódott, 26%-ról (2003. december) 52%-ra (2005. június) emelkedett. A külföldi befektetők súlyának növekedését az is segítette, hogy az FHB és az OTP Jelzálogbank minősítése révén közvetlenül külföldön is bocsát ki értékpapírokat.

8. ábra

A piacon megjelenő jelzáloglevelek⁷ befektetők szerinti megoszlása 2004 végén



Forrás: MNB, KELER.

Az **intézményi befektetők** a piacon megjelenő jelzáloglevelek kb. harmadával rendelkeznek, ami jelentős mennyiség, a törvény által meghatározott limiteket azonban nem éri el. A jelzáloglevelek aránya a **bankok** portfóliójában stabilnak tekinthető, nagyobb elmozdulást várhatóan a Bázeli II. szabályozás bevezetése sem fog indukálni.

⁷ Piacon megjelenő értékpapírok: jelzáloglevél-állomány csökkentve az anyagbankok portfóliójában levő mennyiséggel.

2004-ben a jelzálogbankok új stratégiaként kifejezetten a **háztartási szektor** részére is alakítottak ki jelzáloglevél-konstrukciókat, az 1–3 éves futamidejű értékpapírokhoz az érdeklődők jegyzés útján juthattak hozzá. Új, szintén a lakosságot megcélzó konstrukció a piacon az OTP Jelzálogbank „fordított lakáshitel” jellegű értékpapírja is, aminek az a különlegessége, hogy a tőke visszafizetésére nem egy összegben, a futamidő végén, hanem annuitásos formában, a kamattal együtt, havonta kerül sor.

Az intézményi befektetők befektetési korlátai és azok hatása⁸

A hosszú lejáratú értékpapírok, így a jelzáloglevelek kibocsátói is, papírjaik értékesítésénél elsősorban az intézményi befektetők körét célozzák meg, ezért érdemes megvizsgálni, hogy a szabályozási környezet milyen szinten határozza meg az intézményi befektetőknek a jelzáloglevelek portfólión belüli maximális arányát, illetve ez mennyiben jelent tényleges korlátozást a befektetési döntéseknél. A hazai törvények kibocsátói és instrumentumlimiteket is meghatároznak, mivel azonban a piaci szereplők adat-szolgáltatásaiban a portfóliókban levő értékpapírok csak instrumentum szinten kerülnek megjelenítésre, ezért a kibocsátói limitekről konkrét megállapításokat nem tudunk tenni, csak a piacon, illetve a portfóliókban levő jelzáloglevél-mennyiségekből vonhatunk le következtetéseket. A vizsgálatban információk hiányában nem elemezzük a befektetők által portfóliójukra előírt belső limiteket.

⁸ A limiteknek való megfelelés vizsgálatánál az adatok mindenütt 2004. december 31-re vonatkoznak.

2. táblázat

Az intézményi befektetők jelzáloglevél-befektetéseire vonatkozó szabályok⁹

	Portfóliókorlát a jelzáloglevél állományra	Portfóliókorlát egy kibocsátótól származó értékpapírokra	Egy kibocsátó értékpapírjaira vetített korlát
Biztosítók		biztosítástechnikai tartalék 5%-a (megemelhető 10%-ra)	
Befektetési alapok		saját tőke 20%-a, nyilvános alpnál 25%-a	egy kibocsátó papírjainak max. 20%-a szerezhető meg
Nyugdíjpénztárak	pénztári eszközök 25%-a	pénztári eszközök 10%-a	

Forrás: vonatkozó jogszabályok (lásd Függelék).

A **biztosítók** átlagosan¹⁰ a biztosítástechnikai tartalékuk 4,3%-át tartják jelzáloglevelekben. Ez az arány elmarad a törvény által kibocsátónként engedélyezett 5%-tól is, így elmondható, hogy a biztosítók esetében nem jellemző, hogy a törvény által szabott limitek akadályozzák a jelzáloglevél-befektetéseket.

A **befektetési alapok** esetében is hasonló észrevételeket tehetünk: a portfóliójukban tartott hitelintézeti kötvények¹¹ saját tőkéhez viszonyított aránya 7,4%, ami elmarad a kibocsátónként engedélyezett 20, illetve 25%-tól is. A két legnagyobb befektetésialapkezelő nyilvános portfóliójelentését megvizsgálva is elmondható, hogy a nyilvános befektetési alapok 25%-os limitje nem jelent tényleges korlátot, mivel a jelzáloglevelek saját tőkére vetített aránya maximum 20,8%-ot tett ki. Korlátozást a szabályozás másik része, a befektetéseket az egy kibocsátó által kibocsátott értékpapírok 20%-ában maximáló kitétel jelenthet, de a jelzáloglevelek kibocsátónkénti megoszlását nem ismerve erre nem tudunk határozott megállapítást tenni.

A **nyugdíjpénztáraknál** sem éri el a jelzáloglevelek aránya a pénztári eszközök között a kibocsátónként engedélyezett 10%-os korlátot, sem a magán (8,1%), sem az önkéntes ágban (7,7%).

⁹ Az intézményi befektetői limitekről és hatásukról a Függelék tartalmaz részletesebb elemzést.

¹⁰ Biztosítók által tartott jelzáloglevelek összállománya/biztosítók teljes biztosítástechnikai tartaléka.

¹¹ A befektetési alapok jelentésében a jelzáloglevelek a hitelintézeti kötvények között szerepelnek, de nem kerülnek külön kimutatásra. A hitelintézeti kötvények értékét véve figyelembe, a számításoknál felülbecsüljük a jelzáloglevelek részarányát, de a megállapításokat ez nem befolyásolja.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a törvényi korlátozások az intézményi befektetők szempontjából általánosságban egyelőre nem effektívek, ennek ellenére a piacon levő jelzáloglevelek csak alig több mint 30%-át birtokolják a hazai biztosítók, a befektetési alapok és a nyugdíjpénztárak együttesen. Természetesen az egyes szereplőket egyedi szinten vizsgálva eltérő eredményekhez juthatunk, lehetnek olyanok, akik a limitekhez közeli jelzáloglevél-arányt tartanak portfóliójukban.

A jelzáloglevelek hazai intézményi befektetők portfólióin belüli viszonylag alacsony részarányát a törvényi korlátozások mellett a három jelzálogbank kibocsátási stratégiája is erősen befolyásolja.

Az **OTP Jelzálogbank** jelzálogleveleinek jelentős része az OTP-csoport tagjainak a birtokában van. A tényleges piaci finanszírozásra való áttérés az OTP Jelzálogbank számára így nem jelenthet problémát, hiszen a piaci szereplők portfóliójában egyelőre alacsony hányadot képviselnek az OTP jelzáloglevelek.

A **HVB Jelzálogbank** által kibocsátott jelzáloglevelek értéke mindössze 64,5 milliárd Ft volt 2004. december 31-én, ezzel a piaci részesedése továbbra is marginális. Az alacsony jelzáloglevél-volumen következtében a törvény által meghatározott értékesítési korlátok nem effektívek.

A piac szempontjából a legfontosabb szereplő az **FHB**, az általa kibocsátott jelzáloglevelek anyabank hiányában teljes egészében a piacra kerülnek. Ebből adódóan feltelezhető, hogy az intézményi befektetők könyveiben levő FHB-jelzáloglevelek aránya magasabb, mint az FHB-papírok teljes jelzáloglevél-állományon belüli részesedése. Mivel a három befektetői csoport tulajdonában levő jelzáloglevelek volumene összességében mindhárom esetben elmarad a törvény által, szabott kibocsátónként értelmezendő limitektől, ezért szektorszinten az FHB sem szembesül a korlátokkal, de egyedi intézményi befektetőnként az értékesítést akadályozhatják a jogszabályok, illetve a befektetők belső limitjei.

Összegzésképpen elmondható, hogy a jelzáloglevelek és az intézményi befektetők közötti kapcsolatot jellemzően nem a törvényi korlátozások, hanem elsősorban a kialakított stratégiák befolyásolják, így a jelzáloglevelek részaránya a hazai intézményi befektetők portfóliójában várhatóan a jövőben sem növekszik jelentősen.

2.2 Kibocsátás, másodpiaci forgalom

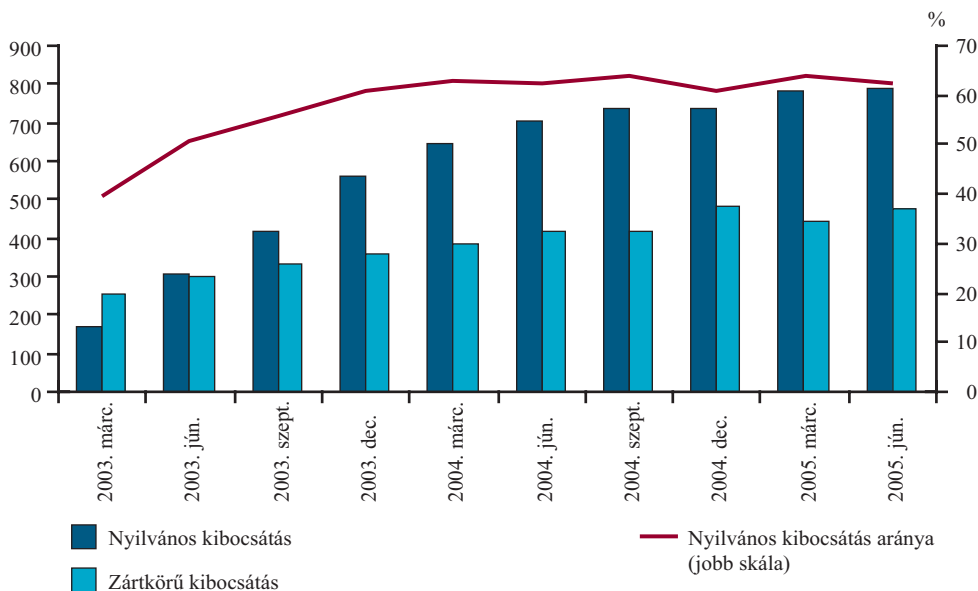
A jelzáloglevél-kibocsátások nyilvánosan vagy zárt körben történhetnek. Egy kibocsátást akkor tekintünk zártkörűnek, ha a kibocsátás során az értékpapírokat kizárólag egyedileg előre meghatározott befektetőknek ajánlják fel, a befektetők előzetes számdéknylatkozata alapján. Egyéb esetben a forgalomba hozatalt nyilvánosnak nevezzük. 2003-ban a kibocsátás két módja között súlyponteltolódás ment végbe: a jelzáloglevelek egyre nagyobb részaránya nyilvános formában került kibocsátásra, ezzel a papírok szélesebb réteg számára váltak elérhetővé.

2003-ban az FHB, 2004-ben pedig az OTP Jelzálogbank is megkezdte jelzáloglevelei külföldi kibocsátását. A külföldi programokhoz a jelzálogbankoknak nemzetközi minősítést kell szerezniük jelzálogleveleik részére. A Moody's az FHB-t A2, az OTP Jelzálogbankot A1-es kategóriába sorolta be, papírjaik pedig az igen kedvező A1-es (ez megegyezik Magyarország hosszú lejáratú devizaadósságának minősítésével), minő-

9. ábra

A jelzáloglevél-állomány a kibocsátás típusa szerint

(milliárd forint)

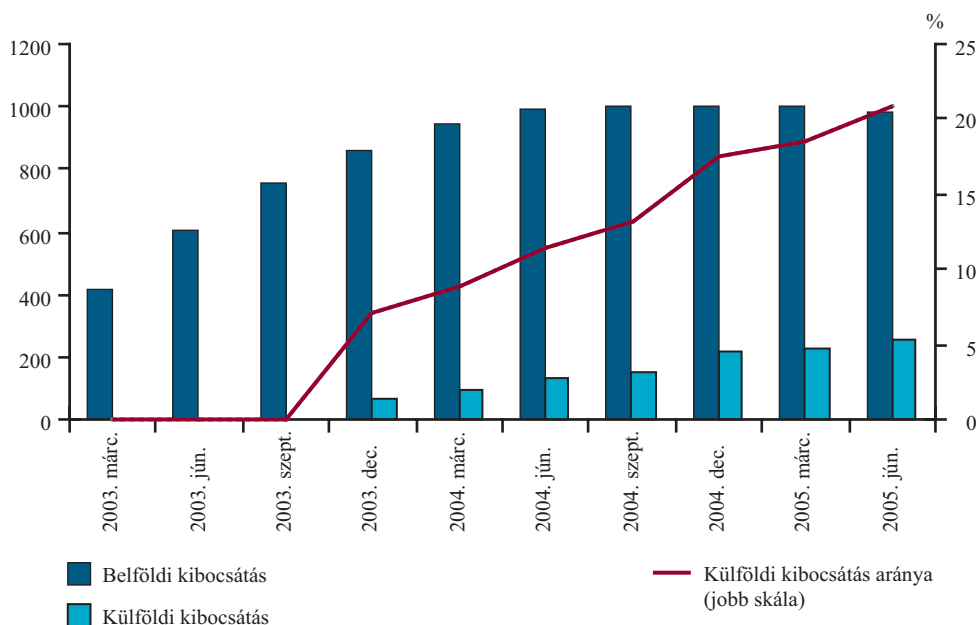


Forrás: MNB.

sítést kapták. A jelzálogbankok a külföldi kibocsátások arányának növekedését a magyarországi intézményi befektetők magasabb hozamelvárásaival, és a szűkülő hazai kereslettel indokolták.

10. ábra

A hazai és a külföldi kibocsátású jelzáloglevél-állomány alakulása
(milliárd forint)



Forrás: MNB.

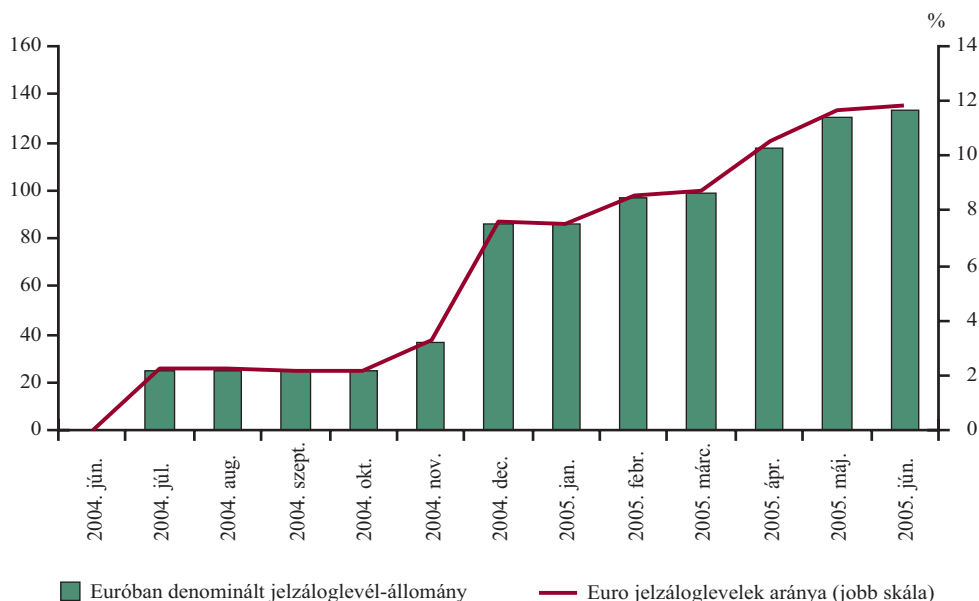
A külföldi befektetők portfóliójuk diverzifikálása érdekében szívesen vásárolnak magyar jelzálogleveleket (konvergenciabefektetés), hiszen a közép- és kelet-európai régió és azon belül a magyar hosszú lejáratú papírok kínálata nemzetközi viszonylatban alacsony. Ezen a papírokon az elérhető hozam magasabb a nyugat-európai papírokénál, de ezért nem kell szignifikánsan magasabb kockázatot vállalni. A jelzálogbankok ezenfelül rugalmasan, a befektetők igényeinek megfelelően alakítják ki a sorozatokat, a vásárló elvárásának megfelelően lesz nyilvános vagy zártkörű, illetve kerül tőzsdei bevezetésre a jelzáloglevél.

A külföldi kibocsátásokkal az euróban denominált jelzáloglevelek volumene is növekedett, azonban nem azonos mértékben. Az értékesítés megszervezéséért fele-

lős bank ugyanis vállalhatja a kötelezettség és a követelés eltérő devizaneméből fakadó kockázatot, így előfordulhat, hogy a jelzáloglevelet megvásárló befektető eurót fizet a vásárláskor, és eurót kap a kamatok és a tőke visszafizetésénél, de a jelzálogbank már forintforráshoz jut, és forintot köteles fizetni kamatfizetéskor és törlesztéskor. Ezek a konstrukciók a jelzálogbankok mérlegében forintban kerülnek kimutatásra.

11. ábra

Az euróban denominált jelzáloglevelek volumene
(milliárd forint)

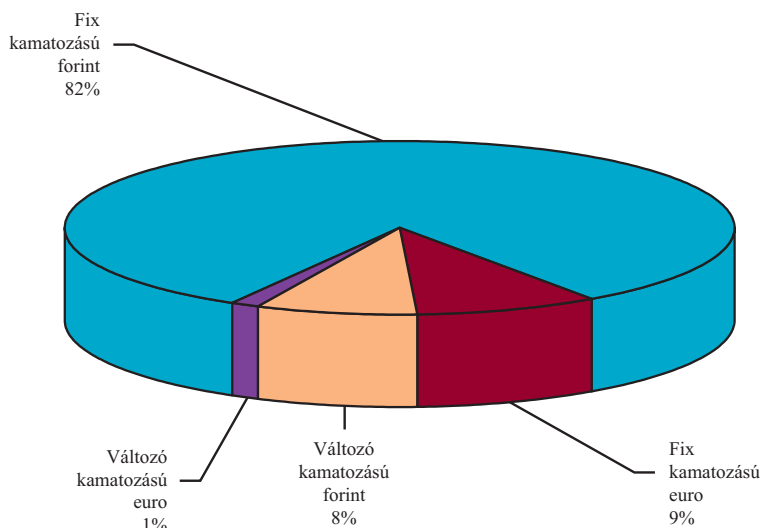


Forrás: MNB.

A kamatozás módja alapján a jelzáloglevél-állományban a fix kamatozású forint jelzáloglevelek dominálnak, de változó kamatozású jelzáloglevelek kibocsátására is sor került, ugyanis az elmúlt időszakban a forinthitelek tekintetében a rövid, 1 éves átárazódású hitelek részarányának a növekedése figyelhető meg. Euróban a fix kamatozású papírok mellett csak 2005-ben jelentek meg a változó kamatozású jelzáloglevelek, ezek részaránya egyelőre marginális.

12. ábra

A jelzáloglevél-állomány megoszlása a kamatozás módja szerint (2005. június 30.)



Forrás: MNB.

A jelzáloglevelek tipikusan a lejárat végén törlesztik a névértéküket, de az OTP már becsátott ki annuitásos törlesztésű jelzáloglevelet is, elsősorban a háztartások számára. A sorozatok nagysága jelzálogbankonként, és a megcélzott befektetői körtől függően is erősen változó (0,1 és 111 milliárd forint között szóródik), egy sorozat névértéke átlagosan 13 milliárd forint. 2005. március 31-én 95 különböző jelzáloglevél-sorozat volt forgalomban.

A 2003-ban megugró forinthezamszint a jelzálogbankokat kedvezőtlenül érintette, melyet különböző megoldásokkal próbáltak kezelni: az új kibocsátásokat megpróbálták időben későbbre halasztani, a hosszabb lejáratok mellett rövid papírokkal jelentek meg a hozamok csökkenésére spekulálva. 2004 második felében a piacon már nemcsak kibocsátásokat, de visszavásárlásokat is tapasztalhattunk. A visszavásárolt jelzáloglevelek helyett új papírok kerültek kibocsátásra, amelyekkel a jelzálogbankok egyrészt a lejáratú struktúrát, másrészt a támogatási összegek maximalizálásával a jövedelmezőséget is igyekeztek javítani. Egyes esetekben ez azt is jelenthette, hogy az

új kibocsátások közvetlenül magasabb forrásköltséget eredményeztek, de a jövedelmezőség javulását az így elért magasabb támogatási összeg biztosította.

Az elmúlt években – a magyar jelzáloglevelek megítélésének javulásával – a szereplők egyre kisebb hozamfelárral képesek értékpapírjaikat értékesíteni. Átlagos hozamfelárat a szereplők stratégiájának, a befektetői körnek és a sorozatok méretének különbözősége miatt nehéz meghatározni¹², annyit azonban megállapíthatunk, hogy mértéke csökkenő tendenciát mutat, de még magasabb a hasonló nyugat-európai papírok feláránál. Piaci információk alapján elmondható, hogy a külföldi kibocsátások esetében átlagosan alacsonyabb hozamfelárat érnek el a szereplők, mint a hazai értékesítéseknél, amely elsősorban a hazai kereslet szűkösségének, valamint a hazai intézményi befektetők piaci erejének és magasabb hozamelvárásainak tudható be. A külföldi kibocsátásoknál egyes esetekben a hozamfelárat 25-50 bázispontra sikerült csökkenteniük.¹³

Az értékpapírok vizsgálatánál a kibocsátások mellett a másodpiaci forgalom alakulása is figyelemre érdemes. Jelzáloglevelekkel mind a tőzsdén, mind a tőzsdén kívüli OTC-piacon folyik kereskedés. Jelenleg¹⁴ 57 értékpapír-sorozat van bevezetve a tőzsdére (19 FHB, 12 HVB, és 26 OTP), a napi forgalomban azonban a jelzáloglevelek értéke nem számottevő. A jelzálogbankok esetenként árjegyzőket bízhatnak meg a papírok likviditásának növelésére, ennek ellenére a kereskedés nem rendszeres: egy-egy időpontban megugorhat a papírok forgalma (leggyakrabban tőzsdei kibocsátás/bevezetés vagy visszavásárlás hatására), de jellemzően nem tekinthetőek likvidnek. Mivel a jelzáloglevelek hosszú lejáratú instrumentumok, befektetőik pedig jellemzően tartásra és nem kereskedésre vásárolják a papírokat, így a likviditás nem elsődleges szempont számukra. Ennek ellenére a hazai piacon jellemző magasabb felárak tükrözhetik a hazai intézményi befektetők külföldiekénél magasabb likviditási elvárásait is.

Banki befektetők számára a papír likviditását növeli, hogy a jelzáloglevelek az állampapírokhoz hasonló módon, de magasabb *haircutokkal* a hazai piacon a jegybanknál repózhatóak, így likviditási problémák esetén gyors megoldást nyújthatnak. Hasonlóan

¹² AZ OTP Jelzálogbank esetében a zártkörű, csoporton belüli értékesítés, a HVB Jelzálogbank esetében a kis kibocsátási volumen torzítja a hozamokat, az FHB esetében pedig a 2004-es, szinte kizárólagos külföldi zártkörű kibocsátásokon elért hozamokról nincs információnk.

¹³ Forrás: OTP Jelzálogbank 2004. évi jelentés, 8. közép-európai jelzáloglevél-konferencián elhangzott FHB-előadás.

¹⁴ 2005. augusztus.

Magyar Nemzeti Bank

fontos a jelzálogbankoknak, hogy a jelzálogleveleik a külföldi piacokon is repóképessé váljanak (*eligibility*), hiszen ez a papírok iránti keresletet tovább növelhetné.

A magyar jelzálogleveleket a hazai és a nemzetközi piac is elfogadta. A jelzálogbankok stratégiája az évek folyamán átalakult, a kibocsátások kialakítása során képesek voltak rugalmasan alkalmazkodni a makrogazdasági környezet változásaihoz a befektetők preferenciáinak és a jövedelmezőségi szempontoknak a figyelembevételével.

3. Kockázati kérdések

A jelzáloglevelet az állampapírokhoz hasonló kockázatú értékpapírként ismeri el a piac. Az alacsony kockázati szint egyrészt a konstrukció jellegéből adódik, másrészt törvényi előírások biztosítják. Jelen fejezetben azok a jelzáloglevelekhez kapcsolódó speciális elemek kerülnek kockázati szempontból áttekintésre, amelyeket a befektetők védelmében alakítottak ki.

3.1 Hitelkockázat

A jelzáloglevelek hitelkockázata a finanszírozási modell következtében elválaszthatatlan a mögötte álló jelzáloghitelek minőségétől, ugyanis a jelzáloglevelek fedezeteként a jelzáloghitelek, illetve a kapcsolódó zálogjogok szolgálnak. A jelzáloghiteleknek több formája létezik, célját tekintve beszélhetünk lakáshitelekről, kereskedelmi célú jelzáloghitelekről és szabad felhasználású (fogyasztási típusú) hitelekről. Ezek közül elméletileg mindhárom szolgálhat jelzáloglevél-fedezetként, Magyarországon azonban volumenük és a jelzáloghitelek közötti részarányuk eredményeképpen egyértelműen a lakáshitelek dominálnak.

A jelzáloghitelek minőségét több oldalról is szabályozzák: egyrészt a törvényben definiálnak bizonyos kockázati kitettségi limiteket, másrészt a bankok ügyfélminősítő rendszereiken és belső limitjeiken keresztül is mérséklik a portfóliójuk hitelkockázati kitettségét. A banki kockázatkezelés minőségének vizsgálata nem része az elemzésnek, mivel az intézményenként különbözhet, így elsősorban az egyéb általánosságban fennálló kockázatmérséklő elemeket értékeljük.

LTV¹⁵-korlát, a jelzáloghitelek minősége

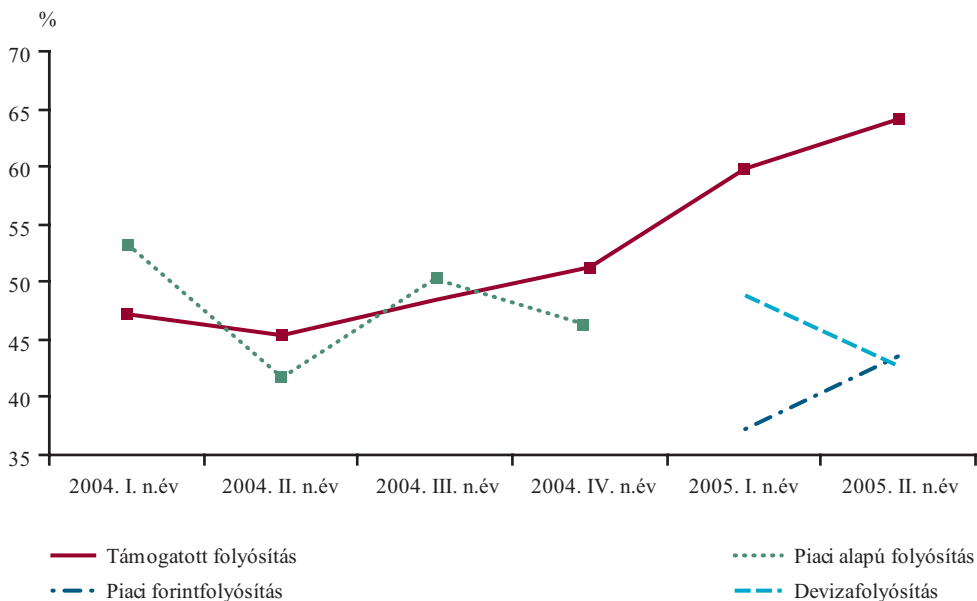
A jelzálogbanki törvény a hitel nagyságát a hitelbiztosítéki érték 70%-ában korlátozza, de a jelzáloglevelek mögé (az állami garanciától és készfizető kezességvállalástól eltekintve) csak 60%-os értékig kerülhetnek a jelzáloghitelek. Ez összességében azt je-

¹⁵ LTV: loan to value = hitel/hitelbiztosítéki érték.

lenti, hogy a fedezet piaci értékének, azaz a vételárnak kb. 50%-áig terjed a jelzáloglevelek mögött levő jelzáloghitel értéke. Ez a szabály mind a saját hitelekre, mind a más bankoktól konzorciális vagy önálló zálogjogvásárlás formájában megvásárolt hitelekre érvényes. Ez utóbbi kettő esetében a törvény előírja a jelzálogbankoknak, hogy csak problémamentes hitelt, illetve ehhez kapcsolódó jelzálogot vásárolhatnak meg a partnerbankoktól, akik vállalják, hogy amennyiben az átadott hitel elveszti problémamentes minőségét, úgy visszavásárolják a követelés fennálló részét, azaz a hitel kikerül a fedezeti körből.

13. ábra

Az új folyósítások átlagos LTV-jének alakulása¹⁶



Forrás: MNB.

¹⁶ A folyósításoknál a jelzálogbankok saját hitelfolyósításait vettük figyelembe, mivel az önálló zálogjogvásárlásra vonatkozó adatok nem állnak rendelkezésre. A piaci hitelek devizanem szerinti megbontása csak 2005-től lehetséges, ezért ágazik el két részre a piaci hitelek időszora 2005-ben. Az új folyósítások esetében azonban már 2004-ben is jellemzően devizaalapú piaci hitelekről beszélhetünk.

A támogatott hitelek döntő része forrásoldali támogatású, azaz jelzáloglevél biztosítékul szolgál. A bankok jelentései alapján azt látjuk, hogy az új folyósítások esetében a folyósítások összegével súlyozott LTV jelentősen növekedett, azonban az állomány többsége, részben a törlesztések hitelállomány-csökkentő hatásának köszönhetően, továbbra is a 60% alatti LTV-kategóriába esik. 70% feletti LTV az állami kezességvállalással biztosított hitelek esetében lehetséges. A piaci alapon nyújtott hitelek esetében az új folyósításoknál az átlagos LTV alacsonyabb, ami a bankok óvatosabb hitelezési politikáját mutatja. A folyósítások döntő részét kitevő devizahitelekhez kapcsolódó, ügyfélre háruló többletkockázatok (árfolyam- és kamatkockázat) tükrében az átlagosan alacsonyabb LTV melletti hitelezés a magasabb hitelkockázat kezelésére irányuló stratégia része.

Az LTV-limitek és a késedelmes jelzáloghitelek veszteségrátája közötti összefüggést az Európai Jelzálogszövetség a jelzáloglevelek kockázati súlyozásának elemzésénél vizsgálta meg. Az előterjesztéshez 6 európai ország jelzáloglevél-kibocsátói biztosították az adatokat, így az európai piac kb. 90%-át kitevő jelzáloghitel-állomány tapasztalatait tükrözi a tanulmány.

A szerzők nem a teljes portfólióra ($PD \cdot LGD$, ahol PD a bedőlés valószínűsége, és LGD a késedelmes hitelekre vetített veszteség aránya), hanem csak a késedelmes hitelekre vetített veszteségrátát (LGD) vizsgálták meg, és az egyes országok esetében a vizsgált időszak hossza is különbözött, ami összességében megnehezíti az adatok összehasonlíthatóságát.

3. táblázat

A lakossági jelzáloghitelek LGD-mutatói a vizsgált országokban

	LGD	Vizsgált időszak	LTV
Németország	5,16%	1998–2003	<60%
Dánia	2,00%	1996–2001	<80%
Spanyolország	6,90%	1995–2002	<100%
Franciaország	4,80%	1992–2003	<60%
	5,30%	1992–2004	<100%

Forrás: European Mortgage Federation: Position Paper on the Weighting of Covered Bonds.

Az LGD megállapításához a bankok elkülönítették a 90 napnál nagyobb késedelmet mutató hiteleket a hitelfortfólióban, és végigkövetve ezt az állományt kiszámították, hogy ebből mekkora az az arány, amely veszteségként ténylegesen megjelenik a bankoknál. A táblázatban jól látható, hogy az LGD minden vizsgált országban 10% alatti. Kiténik továbbá, hogy a veszteségráták mellett néhány ország esetében igen magas LTV-arányok jelennek meg. A különböző országokat összehasonlítva a magas LTV azonban nem minden esetben jelent automatikusan magasabb LGD-t is, egy országon belül azonban a magasabb LTV-jű hitelek LGD-je a nagyobb (I. Franciaország). Az egyes országok összevetése az eltérő gazdasági háttér és hitelezési kultúra miatt, illetve a hitelek bedőlési valószínűségét (PD) nem ismerve nem lehetséges, a lakossági jelzáloghitelek 5% körüli átlagos LGD-je azonban mindenképpen kiemelhető. Magyarországon hasonló adatok nem állnak rendelkezésünkre, és mivel a lakossági jelzáloghitelezés igen rövid múlttra tekint vissza, így a fentiekhez hasonló vizsgálat eredményeiből még nem lehetne hosszú távú következtetéseket levonni.

A jelzáloglevelek fedezettsége

4. táblázat

A jelzáloglevelek fedezettsége jelzálogbankonként 2004. december 31-én¹⁷
(milliárd forint)

	OTP Jelzálogbank	FHB	HVB Jelzálogbank
Forgalomban levő jelzáloglevelek			
– névértéke	789,5	366,6	64,5
– kamata	429,1	211,6	29,6
Rendes fedezet értéke			
– tőke	741,2	371,0	70,2
– kamat	930,7	342,2	43,8
Pótfedezet értéke	68,4	0,0	5,8
Fedezettség			
– tőkére	102,5%	101,3%	117,9%
– kamatra	216,9%	161,7%	147,8%

Forrás: A bankok nyilvános jelentései.

¹⁷ A fedezettségi arányok kiszámításánál a pótfedezetet – megbontás hiányában – teljes egészében tőkekövetelés-ként vettük figyelembe.

A jelzálogbanki törvény a jelzáloglevél-követelések fedezeteként rendes és pótfedezetet határoz meg. Rendes fedezetnek számítanak a jelzáloghitelek és a kapcsolódó kamatjellegű bevételek, melyeknek együttesen el kell érniük a jelzáloglevél-követelések értékének 80%-át. A rendes fedezetet ugyanakkor a bankok kötelesek pótfedezettel kiegészíteni úgy, hogy a fedezetből eredő tőkekövetelés és kamatkövetelés nettó (azaz értékvesztéssel csökkentett) értéke külön-külön meghaladja a forgalomban levő jelzáloglevelek még nem törlesztett névértékét és kamatát. Pótfedezetként csak kockázatmentes és igen alacsony kockázatú eszközök vehetők figyelembe (készpénz, számlapénz, állampapír, állami készfizető kezességvállalással kibocsátott értékpapír/hitel), és minden fedezetről fedezet-nyilvántartást kell vezetniük a bankoknak, amelyet külön vagyonellenőr felügyel.

A jelzálogbankok által közölt információkból jól látszik, hogy a fedezettség minden bank esetében megfelelő, bár eltérő stratégiákkal találkozhatunk itt is. A fedezettségi előírás teljesítése a papírok minősítése és a jelzáloglevelek könnyebb értékesíthetősége miatt is fontos szempont.

A fedezeti háttérrel a törvény tovább erősíti azáltal, hogy a jelzáloghitel fedezeteként szolgáló ingatlan elidegenítési és terhelési tilalmát közvetlenül a jogszabály írja elő. 2005. július 1-jétől (de legkésőbb 2006. január 1-jétől) további szigorítást jelent a rendszerben, hogy a jelzáloglevelek fedezetét a jelzálogbankoknak a mindenkor nettó jelenérték alapján kell megállapítaniuk és biztosítaniuk. Ez azt jelenti, hogy a fedezetként szolgáló jelzáloghitelekből származó pénzáramlás nettó jelenértékének minden esetben meg kell haladnia a jelzáloglevél-kötelezettségek nettó jelenértékét.

Fedezetértékelés

Az ingatlanfedezetek értékelésénél a hitelezésben részt vevő szereplők érdekei nem azonosak. Miközben a hitelfelvevő minél magasabb fedezetérték megállapításában érdekelt, a hitelnyújtó bank, és közvetetten a jelzáloglevél befektetői arra törekednek, hogy egy olyan fedezetérték kerüljön meghatározásra, amely garantálja, hogy a hitel bedőlésével kényszerértékesítés esetén is megtérül a követelés. Ehhez az alábbi szempontokat veszik figyelembe:

Magyar Nemzeti Bank

- a jelenlegi és a jövőben várható piaci érték (helyi piaci feltételek, árak, kereslet, kínálat nagysága, koncentráció);
- a kényszerértékesítés időigénye és költsége.

A különböző európai országokban eltérő gyakorlat alakult ki a hitelfedezet értékének meghatározására: van, ahol a piaci, és van, ahol egy diszkontált, ún. hitelbiztosítéki érték számít a hitelnyújtás alapjának. Magyarországon ez utóbbi került elfogadásra, a hitelbiztosítéki érték jellemzően a piaci értéknél kb. 10-15%-kal alacsonyabb, ez biztosítja, hogy a fedezet értékének csökkenése esetén is elegendő legyen a nem törlesztett követelés kielégítésére. A bankok ingatlanértékelési szabályzatát a PSZÁF hagyja jóvá.

Az előtörlesztés kockázata

A jelzálogbanki törvény lehetőséget biztosít arra, hogy a jelzálogbankok korlátozhasák a jelzáloghitelek lejárat előtti visszafizetését, a gyakorlatban azonban a bankok ezt a jogukat nem érvényesítik. Az ügyfelek előzetes bejelentés után, gyakran előtörlesztési díj megfizetése mellett, lehetőséget kapnak a hiteltartozás részleges vagy teljes visszafizetésére, ami a hitel eredeti cashflow-ját is átalakítja. A jelzáloglevél alapú finanszírozásnál az előtörlesztés kockázatát elsősorban a jelzálogbank viseli, de ez a befektetőkre is áthárulhat abban az esetben, ha a jelzálogbank a cashflow-torzulást nem képes kezelni.

Magyarországon az előtörlesztések aránya a fiatal portfólió eredményeképpen ma még nem jelentős, és feltételezhetően a bankok ennek következtében adnak lehetőséget a hitelek korábbi visszafizetésére. Amennyiben az előtörlesztések aránya a csökkenő kamattendencia hatására szignifikánsan megemelkedik (ez elsősorban az ötéves átárazódású hitelek esetében releváns), és ez veszélyezteti jelzáloglevél-kifizetéseket, valamint a fedezetek jelzáloglevél-állománynak megfelelő szinten tartását, akkor két lehetőség adódik a kibocsátók számára. Az egyik megoldás az előtörlesztés lehetőségének eltörlése, amivel stabilizálják a cashflow-t és a fedezetek értékét, a másik megoldás, hogy jelzálogleveleket vásárolnak vissza az előtörlesztések összegének megfelelően. Ez utóbbit a törvény lehetővé teszi, mindössze a visszavásárlásra tett kö-

telezetségvállalást korlátozza. Hosszabb időtávon azonban a jelzáloglevelek visszavásárlása kapcsán problémát okozhat, hogy a jelzáloglevelek nagy része fix kamatozású, így a csökkenő kamattrend megdrágítja ezeknek a papíroknak a visszavételét. Amennyiben egyik megoldás sem vezet eredményre, úgy sérülhet a befektetők biztonsága, és a jelzáloglevelek kamat- és tőketörlesztése.

Csődkockázat

A jelzáloglevél-kibocsátás során az értékpapírok fedezeteként szolgáló jelzáloghitelek a kibocsátó mérlegében vannak nyilvántartva, így, habár a törvény korlátozza a fedezetekhez való hozzájutást és felhasználást, a befektetők nem mentesülnek teljes egészében a kibocsátó kockázatától.

A csődkockázat minimalizálása érdekében a jelzálog-hitelintézeti törvény a már korábban bemutatott módon korlátozza a jelzálogbankok tevékenységi körét, így a jelzálogbankok csak alacsony kockázatú tevékenységeket végezhetnek. A jelzálogbankok alacsony csődkockázatát jól mutatja az OTP Jelzálogbank és az FHB kedvező hitelminősítése is. A befektetők szempontjából a kibocsátó kockázatánál a legfontosabb kérdés, hogy mi történik a kibocsátó csődjé esetén. A magyar szabályozás csőd esetén 2 lehetőséget biztosít.

- A jelzáloglevél-követelések kielégítésére a *fedezeti poolban* levő jelzáloghiteleket és pótfedezeteket rendel, ahol a befektetőket a felszámolási/végelszámolási költségek kifizetése után illeti meg az elsőbbségi jog. Abban az esetben, ha a fedezet-nyilvántartásban regisztrált hitelek nem elegendőek a követelések kiegyenlítésére, a bank egyéb (elsősorban likvid) eszközei is felhasználhatóak.
- Felszámolás esetén a felügyelet jóváhagyása mellett a törvény azt is lehetővé teszi, hogy a jelzálogbank a jelzáloglevélből eredő kötelezettségét, a rendes és a pótfedezettel együtt, átruházza más jelzálog-hitelintézetre, amely az eredeti feltételeknek megfelelően új jelzálogleveleket hoz forgalomba.

A két megoldás között a befektetők szempontjából (feltételezve, hogy a követelésükhöz teljes egészében hozzájutnak) egy igen fontos különbség adódik: az első esetben a követelésük kielégítésre kerül a felszámolási eljárásban, azaz a befekte-

tésnél kiszámított cashflow nem a tervezett formában alakul („felgyorsul”), a második esetben azonban az átruházással biztosítható a tervezett cashflow szerinti bevételalakulás.

3.2 Piaci kockázatok

A hitelezési kockázatok mellett a piaci kockázatok is jelentős hatást gyakorolhatnak a jelzáloglevél-finanszírozás hatékonyságára, hiszen közvetetten növelik a befektetők hitelezési kockázatát.

Kamatkockázat, lejáratí összhang

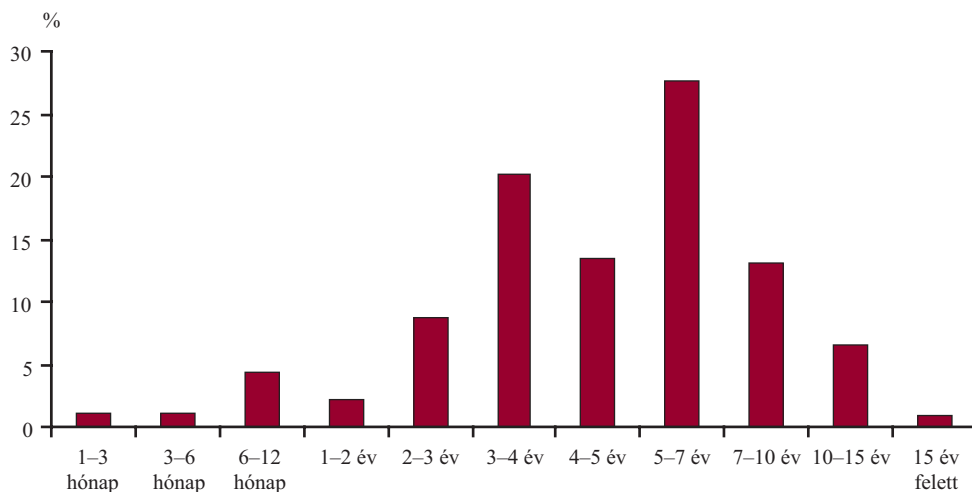
A jelzálogbank szempontjából a kamatkockázatot és a lejáratí összhangot együtt kell optimalizálni. A kamatkockázat a jelzáloglevelek és a jelzáloghitelek kamatainak eltérő szerkezetéből adódik, a lejáratí szerkezetnél pedig az eszközök és a források lejáratának összhangjára kell odafigyelni. A forint jelzáloghitelek esetében a lejárat és a kamatperiódus hossza nem egyezik meg, így a kibocsátásoknál kompromisszumokat kell hozni.

A jelzálogbankok, jellemzően a lejáratí struktúra menedzselése érdekében, a hosszú lejáratú értékpapírok kibocsátása mellett döntenek. A jelzáloglevelek lejáratí struktúráját azonban több tényező is befolyásolja. Befektetői oldalról a piacon a 15 év feletti papírokra a kereslet már nem megfelelő, döntően a 8-10 év körüli lejáratú papírok népszerűek, kiszámíthatóságuk miatt elsősorban fix kamatokkal. 2004-ben – a korábbi évek tapasztalataival szemben – a jelzáloghitelek között növekedett a rövid, 1 éves átárazódású hitelek aránya, ami forrásoldalon rövid lejáratú, vagy változó kamatozású jelzáloglevelek kibocsátását is szükségessé teszi. Mindezek mellett a támogatási rendszer következtében a jelzálogbankok jövedelmét is jelentősen befolyásolja a jelzáloglevél lejáratá, ugyanis erre az időszakra „vésődik be” az állami támogatás nagysága.

A jelzáloglevelek többségét kitevő forint fix kamatozású papírok lejáratí szerkezetét tekintve (hátralevél lejárat szerint) elmondható, hogy a jelzáloglevelek több mint 80%-a 3-10 éven belül jár le, miközben a lakáshitelek többsége 15 éven túli lejáratú. Ez azt jelenti, hogy a bankok jellemzően viselik a forrásmegújítás kockázatát.

14. ábra

A fix kamatozású forint jelzáloglevelek hátralévő lejárat szerinti megoszlása
(2005. június 30.)



Forrás: MNB.

Kamatoldalról az új lakáshitel-folyósításoknál 2004-ben 44%-ra növekedett az 1 éves átárazódású hitelek aránya. A teljes jelzáloglevél-állományon belül ugyanakkor a fix kamatozású, hosszú lejáratú levelek dominálnak, így a forrásköltségek hosszabb időtávra való beépülésével a hitelkamatok nagyobb mértékű csökkenése csak jelzáloglevél-visszavásárlás, marzsszűkítés vagy kamatswapok igénybevételével lehetséges.

Árfolyamkockázat

A kibocsátási részben már említettük, hogy a devizában történő kibocsátásoknál az árfolyamkockázatot a szervező bank átvállalhatja, ebben az esetben a kibocsátó bank mentesül az árfolyamkockázattól. Amennyiben a jelzálogbank ténylegesen euro forrást kap, és euróban fizeti a kamatokat és a tőkét, de a fedezetek, azaz a jelzáloghitelek forintban denomináltak, akkor a törvényi előírások szerint az így keletkező kockázatot semlegesítenie kell a banknak. Az így kötött fedezeti célú derivatív ügyleteket jogosultak fedezetként figyelembe venni.

A magyar jelzálogbanki törvény európai viszonylatban igen szigorú elvárásokat fogalmaz meg a kibocsátókkal és a jelzáloglevelekkel kapcsolatban. Már a törvény 1997-es eredeti változata is a befektetők biztonságát tartotta szem előtt, de az elmúlt években is folyamatos az európai elvárásoknak való megfelelés biztosítása, újabb és újabb kockázatmérséklő pontok beiktatásával (például a jelenérték alapú fedezeti megfelelés). A szabályozás talán egyetlen ponton, a kibocsátó fizetéseképtelenségének kezelésénél mutat hiányosságot, nemzetközi viszonylatban ugyanis egyre nagyobb hangsúlyt fektetnek arra, hogy csőd esetén ne a kinevezett felszámolóbiztos, hanem külön, csak a fedezetek kezelésével megbízott fedezeti biztos irányítsa a fedezetek további működését, és így a jelzáloglevelek eredeti cashflow-jának fennmaradását. A magyar szabályozás ezt nem kezeli elkülönítve, a felszámolóbiztos kezelésébe rendeli a jelzáloglevelek fedezeteit is.

Kockázati szempontból a törvényi szabályozás és a jelzálogbanki gyakorlat együttesen az állampapírokhoz hasonló mértékű biztonságot nyújt a befektetőknek a jelzáloglevelek esetében. A folyamatosan növekvő elvárásoknak a bankok rendben eleget tesznek, és ezzel értékpapíraik elismertségét és piacát növelik. Mindössze két tényező kapcsán beszélhetünk magasabb kockázatról: a csökkenő kamattendencia eredményeképpen egyrészt megnővekedhet az előtörlesztések aránya, másrészt a csökkenő kamattrend következtében a jellemzően fix kamatozású jelzáloglevél-állomány miatt a forrásköltségek hosszabb időszakra való beépülése jelenthet kockázatot abban az esetben, ha azt a bank megfelelő eszközökkel nem kezeli (visszavásárlás, kamatswapok).

4. Kitekintés

Láthattuk, hogy a jelzáloglevél-piac Magyarországon a kormányzati politika segítségével fejlődött ki, és húzóerejét továbbra is elsősorban a támogatási rendelet jelenti. Ez a speciális lakáspolitikai megoldás a jelzálogbankok erejét erősen megnövelő rendszert hozott létre, ahol a kereskedelmi bankok „beszállítók”, mivel a lakáshitelekhez kapcsolódó támogatások elnyerése érdekében szükséges jelzáloglevél alapú forrással refinanszíroztatniuk lakáshiteleiket. A lakáshitelezésben fennálló versenyben ez piaci előnyt jelent a jelzálogbankoknak, illetve a jelzálogbankok anyabankjainak.

A jelzáloglevél-kibocsátás szabályozási háttere megfelel az európai szintű elvárásoknak, a szereplők felkészültek, a terméket már külföldön is elismerik, a jelzáloglevél kedvező, hosszú lejáratú finanszírozást tesz lehetővé, mégis fennmarad a kérdés, hogy a támogatási rendelet hiányában képes lenne-e a piac további fejlődésre, a külső környezet megváltozásához hogyan tudnának a jelzálogbankok rugalmasan alkalmazkodni?

Magyar viszonylatban a piac fejlődése és a jelzáloglevél alapú finanszírozás rövid és hosszabb távú alakulásának szempontjából érdemes több külső tényező esetleges befolyásoló szerepét is figyelembe venni. Az alábbiakban a következő tényezők hatását vizsgáljuk:

- a támogatási rendszer esetleges megváltozása,
- a devizahitelezés növekedési ütemének fennmaradása,
- keresleti oldalról a külföldi/hazai befektetők elvárásai,
- a jelzálogbanki modell fennmaradása/megváltoztatása,
- alternatív finanszírozási lehetőségek,
- új tőkekövetelmény-szabályozások,
- a jelzálogbankok tulajdonosi szerkezetében történő változások.

4.1 A támogatási rendszer lehetséges megváltozásának hatása

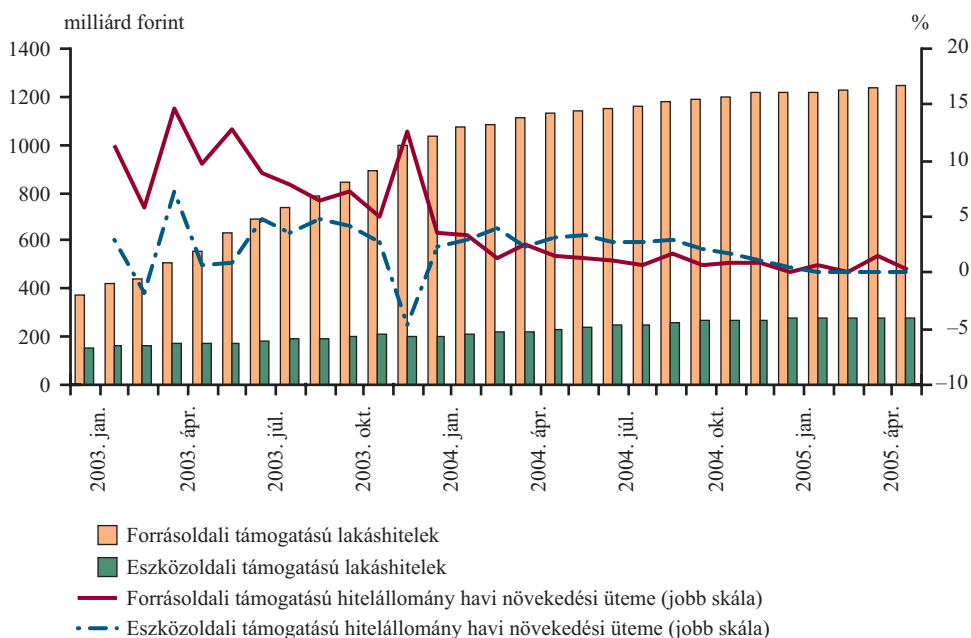
A támogatási rendszer mesterségesen erősíti a jelzáloglevelek piacát: a bankoknak jelzáloglevél alapú forrásokat kell igénybe venni a forrásoldali támogatásokhoz való hozzáférés érdekében. A jelzáloglevél-finanszírozás ilyen jellegű ösztönzése nem tekinthető piacbarát megoldásnak, annak ellenére, hogy kockázati szempontból kedvez az eszköz- és forrásoldal lejáratí összhangjának.

Az elmúlt években a támogatási rendszer többször is átalakult, és nem kizárható, hogy a támogatásoknak a költségvetésre gyakorolt erős terhe miatt a módosítások, ha nem is a közeli jövőben, de a forrásoldali támogatást is érinteni fogják.

A 2003. decemberi módosítás hatására az új lakásokhoz nyújtott forrásoldali és eszközoldali támogatások mértékét már harmonizálták, ezzel a kereskedelmi bankok saját hitelfinanszírozás esetén – a refinanszírozás költségeinek megspórolása mellett –

15. ábra

Az eszközoldali és forrásoldali támogatású hitelek állományának alakulása



Forrás: MNB.

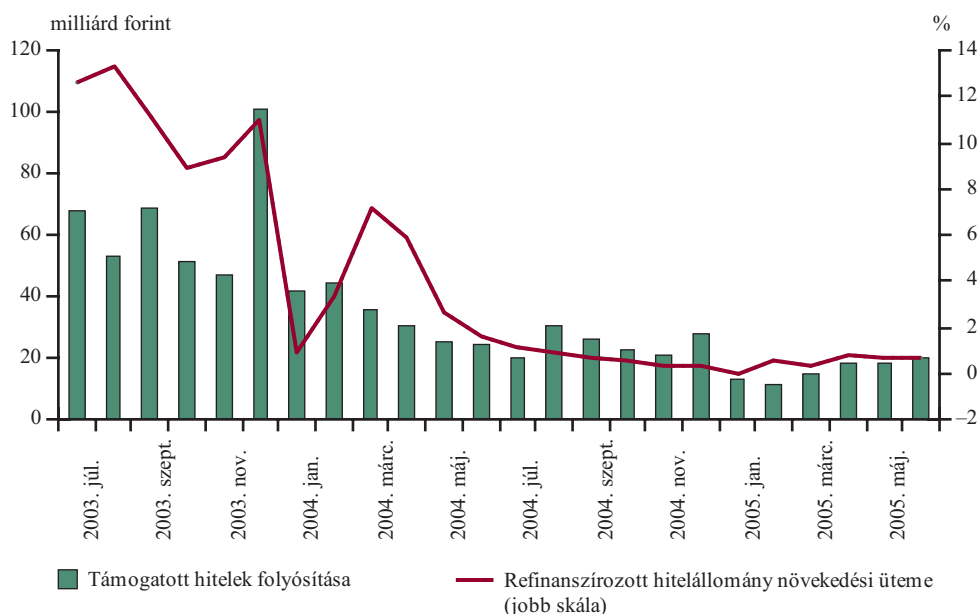
ugyanakkora támogatáshoz juthatnak, mint a forrásoldali támogatások igénybe vételével. Hitelcél és támogatási forma szerinti kettős megbontású adatokkal nem rendelkezünk, így a két támogatási forma összehangolásának folyósításokra gyakorolt hatása nem felmérhető, azt azonban megállapíthatjuk, hogy 2004-től az eszköz- és forrásoldali támogatású hitelek esetében is az állományok növekedési ütemének csökkenése és kiegyenlítetté válása figyelhető meg.

A rendelet módosítása változást hozott a támogatott hitelösszeg nagyságában és a támogatás mértékében is. Ennek hatására a folyósított hitelállományon belül a támogatott hitelek nagysága folyamatosan csökkent, ami a jelzálogbankok önálló zálogjogvásárlással refinanszírozott hitelállományának egyre lassuló növekedésében is megmutatkozott.

A jelzálogbankok jövedelmezőségére azonban az esetleges rendeletváltozások még hosszú évekig nem lesznek jelentős hatással, mivel a jelenlegi portfólióhoz kapcsoló-

16. ábra

A támogatott hitelek folyósítása és a refinanszírozott hitelállomány havi növekedése



Forrás: DEM Információs és Gazdaságkutató Iroda és MNB.

dóan a támogatások már évekre előre beépültek. A rendelet szerint a támogatás a hitel teljes futamidejére, de maximum 20 évre jár, így a portfólió elemeihez még éveken keresztül kapcsolódik az állami támogatás.

5. táblázat

A teljes lakáshitel-állomány megoszlása hátralevő futamidő szerint (2005. június 30.)

5 év alatti	9,4%
5–10 év közötti	16,3%
10–15 év közötti	19,2%
15–20 év közötti	41,1%
20 év feletti	14,0%
Összesen	100,0%

Forrás: MNB.

A magyar jelzálogbankok hitelezése szinte kizárólagosan a lakáshitelekre, azon belül is a támogatott lakáshitelekre épül, ami egyrészt hosszú távon nehezen fenntartható, másrészt kiszolgáltatottá teszi a bankokat. Stratégiailag így már most érdemes a jelzálogbankoknak felkészülni új termékek kifejlesztésével, népszerűsítésével (szabad felhasználású jelzáloghitelek, projekthitelek nyújtása, refinanszírozása) egy esetleges eszközoldali váltásra, bővítésre. Egy olyan eszközstruktúra kialakítása lehet a cél, amely összecseng a fejlett nemzetközi piacokon tapasztaltakkal. Dániában és Németországban a jelzálogbankok a vállalatok hitelezésében is kiemelt szerepet játszanak, a saját kötvénykibocsátáshoz kisméretű vállalatok a jelzálogbankokon keresztül érik el a tőkepiacot.

A termékkör bővítésénél problémát jelent, hogy a törvényi szabályozás szerint a legalább 5 éves lejáratú hitelek teljes hitelállományon belüli arányának el kell érnie a 80%-ot. A szabad felhasználású hitelek kapcsán ez akadályozhatja a jelzáloglevél alapú finanszírozás terjedését, ugyanis ezeknél a hiteleknel a futamidő rövidebb, mint a lakáshiteleknel, és nagy részük 5 év alatti lejáratú.

¹⁸ A dániai adatok 2003. december 31-re, a német adatok 2004. június 30-ra vonatkoznak.

6. táblázat

A dán és német jelzálogbankok hiteleinek állománya (milliárd euróban) és megoszlása¹⁸

	Dánia		Németország	
Háztartásoknak nyújtott jelzáloghitel	52,4	76,4%	218,1	61,0%
– bérleményre	4,8	7,0%	84	23,5%
– saját használatú ingatlanra	47,6	69,4%	134,1	37,5%
Kereskedelmi célú jelzáloghitel	16,2	23,6%	139,2	39,0%
Összesen	68,6	100,0%	357,3	100,0%

Forrás: Dán Jelzálogbankok Szövetsége, Német Jelzálogbankok Szövetsége.

4.2 A devizahitelek terjedése

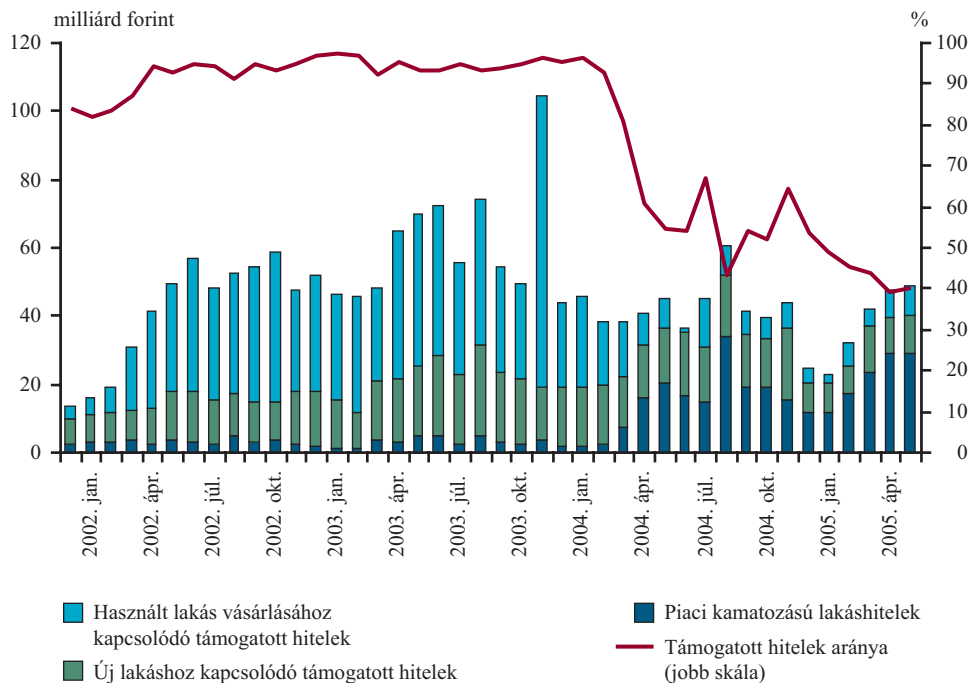
2003 végén, a támogatási rendelet szigorításával a lakáshitelezésben elindult egy új tendencia, a devizahitelek részarányának növekedése, amellyel a bankok a korábbi magas marzsok világát „hozták vissza”. A devizahitelek terjedésével a támogatott hitelek folyósításokon belüli részaránya 2005 júniusára 40%-ra esett vissza.

A jelzálogbankok a devizahitelek refinanszírozására készen állnak, akár a hitelek devizanemének megfelelő devizában is képesek lennének jelzáloglevelet kibocsátani, erre azonban a bankok oldaláról alacsony a kereslet. A deviza alapú lakáshiteleknél a kereskedelmi bankok elsősorban nem a jelzálogbanki, hanem egyéb (jellemzően anyabanki, külföldi) forrásokat vesznek igénybe. A külföldi bankközi forrásokhoz a bankok olcsón és rugalmasan tudnak hozzájutni, de a forintforrások swapokkal való kombinálása is megfigyelhető, annak ellenére, hogy a derivatív ügyletek megdrágítják az olcsó ügyfélforrást.

A jelzálogbankok saját devizahiteleinek piaci részaránya egyelőre alacsony, és mivel a refinanszírozás ebben a körben nem jellemző, így a devizahitelek további térnyerése veszélyezteti a jelzálogbankok piaci pozícióját, amellett, hogy bankrendszeri szinten a lejáratú összhang romlását eredményezi.

17. ábra

A lakáshitel-folyósítások volumene (milliárd forintban) és megoszlása



Forrás: DEM Információs és Gazdaságkutató Iroda.

4.3 Befektetői elvárások

A jelzáloglevél-piac keresleti oldalán a befektetők elvárásai jelentik a fő kérdést. Jelenleg a jelzálogbankok papírjaik értékesítésénél elsősorban az anyabankokra (bankcsoportra) és a külföldi befektetőkre támaszkodnak. *A csoportlimitek telítődésével a piacon megjelenő jelzáloglevelek értéke folyamatosan növekszik, a hazai intézményi befektetők pedig várhatóan továbbra sem fognak nagyobb jelzáloglevél-állomány tartására törekedni, így a jelzálogbankok értékesítési stratégiájában a külföldi szereplők súlya fennmarad.*

A külföldi értékesítések érdekében a szereplők folyamatosan rá vannak kényszerítve, hogy a nemzetközi normáknak gyorsan és magas szinten feleljenek meg, minőségi

szolgáltatások nyújtásával és rugalmas konstrukciók kidolgozásával. Az egységes pénzügyi piac kialakítása a hazai jelzálogbankok számára mindenképpen kedvező környezetet eredményez újabb külföldi kapcsolatok kiépítéséhez.

4.4 Jelzálogbanki modellek átalakulása

A nemzetközi környezetben az elmúlt éveket a folyamatos törvényi megújulás jellemezte, számos friss, a jelzáloglevél-kibocsátásokhoz valamilyen módon kapcsolódó szabályozás lépett életbe.

Európában 4 szabályozási modellt¹⁹ különböztethetünk meg az alapján, hogy milyen típusú hitelintézet jogosult jelzáloglevél kibocsátására:

1. Francia modell:

A jelzáloghitelt nyújtó bank a jelzáloglevél fedezeteként szolgáló eszközöket egy külön, önálló bankként működő, de csak a fedezetek „őrzésével” megbízott banknak adja át. Az adminisztráció és a működtetés továbbra is a hitelező bank feladata, de a jelzálogleveleket a speciális bank bocsátja ki. Ez a konstrukció nagymértékben biztosítja, hogy a fedezeteket a jelzáloglevél-követelések kielégítésére használják fel a hitelező bank csődje esetén.

Ezt a modellt alkalmazzák: Franciaország, Finnország, Írország, Norvégia és részben Svédország.

2. Német modell:

A hazánkban is alkalmazott modellben a jelzáloglevél kibocsátására csak jelzálogbankok jogosultak, amelyek a biztosítékok mellett egyéb eszközöket is birtokolhatnak. A megvásárolt eszközök mellett saját hitelnyújtásra is lehetőségük van. A fedezetek működtetése és adminisztrációja a jelzálogbank feladata.

Németországban (változás alatt), Dániában, Luxemburgban, Lengyelországban, Magyarország és részben Svédországban is ezt a modellt vezették be.

3. Univerzális bank, felügyeleti engedély alapján

Az univerzális bankok (Lettországban, Oroszországban, valamint Szlovéniában és Németországban a készülő szabályozás szerint) adott feltételek teljesítése esetén en-

¹⁹ Central European Covered Bond Conference, 2003.

gedélyt kaphatnak a felügyelettől arra, hogy bizonyos eszközök finanszírozására jelzáloglevelet bocsáthassanak ki. Ez a modell rugalmasabb, mint az előzőek, ugyanakkor számos kiegészítő szabályozás megalkotását, pontosítását teszi szükségessé a befektetők védelme érdekében.

4. Univerzális bank engedély nélkül:

Ebben az esetben vagy nincs szükségük a bankoknak felügyeleti engedélyre, vagy a hatóságok nem állítanak fel különleges feltételeket az engedély megszerzéséhez. Az előbbi áll fenn Bulgária, Csehország, Litvánia és Spanyolország esetében, az utóbbi pedig Szlovákia szabályozására jellemző. Az előző modellhez hasonlóan itt is kiegészítő törvények, rendeletek szükségesek a befektetők biztonságának garantálásához. Hazai szempontból a német példa tekinthető mintának, hiszen a jelenlegi szabályozásunk alapvetően erre a modellre épül.²⁰ Németországban azonban a Moody's ösztönzésére a változás mellett döntöttek: új jelzáloglevél-kibocsátást szabályozó törvény áll bevezetés előtt. *Az előterjesztés alapján a speciális jelzálogbankok helyett az új szabályozás bármelyik bank számára lehetővé teszi a jelzáloglevél kibocsátást, ha az megfelel a szigorú előírásoknak, és megkapja a felügyeleti engedélyt.*

Kockázati szempontból az új modellben a jelzáloghitelek nem különülnek el olyan látványosan a bankok egyéb eszközeitől, mint jelenleg (a végezhető tevékenységi kör szigorúan korlátozott), de különböző kiegészítő rendelkezésekkel a befektetők biztonságát továbbra is kiemelten kezelik. Az elmúlt két évben ennek tükrében a fedezeti kör elkülönítését csőd esetén tovább erősítették (a fedezetek nem a felszámolóbiztos, hanem egy önálló fedezeti biztos felügyelete alá tartoznak), és a fedezet szükséges mértékének megállapítására is új szabályozás született, ami nettó jelenérték alapon 2%-os túlfedezettséget ír elő. Ezek mellett az új törvény nagyobb hangsúlyt fektet a kockázatkezelésre és a transzparenciára is. A készülő szabályozás alapján a jelzálogbankok tradicionálisan erős pozíciója megszűnik, ami a verseny további erősödését eredményezheti.

A német szabályozási változások a magyar rendszerre is hathatnak, ha nem is a közeljövőben, hosszabb távon mindenképpen. A jelzálogbankok kiváltságának megszüntetése a magyar rendszerre valószínűleg azonban kisebb hatást gyakorolna, mint a német bankszektorra, több rendszerbeli különbségből adódóan:

²⁰ A Svájcban működő önálló zálogjog-értékesítési technika átvételével.

- a német jelzáloglevél-kibocsátás hagyományosan erősebb pozíciója a banki finanszírozásban,
- a német és a magyar piac közötti méretbeli különbségek (jelzáloglevél-piac, befektetői potenciál, banki portfólió nagyság).

A magyar piac felvevőkapacitása alacsonyabb a német piacénál, már a befektetői oldal vizsgálatánál is láthattuk, hogy a jelenlegi jelzáloglevél-mennyiség is sok a hazai piac számára. *Egy olyan rendszerben, ahol bármelyik bank szabadon bocsáthatna ki jelzáloglevelet, a legfőbb korlátot mégis inkább a mérthatékonyság érvényesíthetősége okozná.* A jelzáloglevél-kibocsátás ugyanis kb. 20 millió euro alatti sorozatnagyság esetén egyrészt költséges, másrészt a kis volumen megnehezíti a papírok értékesítését (likviditási korlát). A magyar kereskedelmi bankoknál a jelzáloghitel-portfóliók egyedi szinten csak néhány bank esetében tennék lehetővé, hogy rendszeresen (minimum negyedévente) és költséghatékonyan bocsássanak ki jelzáloglevelet.

4.5 A jelzáloghitelezés finanszírozásának alternatívái

A bankok nem adott eszközcsoporthoz allokalják a forrásokat, ilyen eszköz-forrás szintű megfeleltetésről általánosságban nem beszélhetünk. A jelzáloghitelezés, mint speciális tevékenység kapcsán azonban mégis értelmet nyer ez a kérdés. A legfontosabb nemzetközi gyakorlatban elterjedt alternatívák, melyek azért jellemzően egymást kiegészítve jelennek meg:

- a betétállomány, mint tradicionális forrás,
- bankközi források,
- fedezetlen banki kötvények,
- fedezett banki kötvények,
- jelzáloglevél,
- értékpapírosítás (MBS, mortgage-backed securities).

Azokban az országokban, ahol a bankok alapvetően magas betétállománnyal rendelkeznek, adódik, hogy ezt a legolcsóbb forrástípust használják fel a jelzáloghitelek finanszírozásra. A nemzetközi tendenciák és a hazai tapasztalatok alapján azonban megállapíthatjuk, hogy a betétállomány növekedési üteme jellemzően nem tud lépést

tartani a hitelezés bővülésével, így a bankok ezeket a forrásokat egyre nagyobb mértékben kénytelenek kiegészíteni más megoldásokkal, amely diverzifikációs és kockázati szempontból is előnyösnek tekinthető.

A bankközi források bizonyos devizanemekben korlátlan finanszírozási lehetőséget biztosítanak, ugyanakkor a forintpiacon adott esetben a forrás ára megemelkedhet a bankrendszer likviditási helyzetének függvényében. Bankközi források bevonása a forint alapú lakáshitelek esetében (éppen a jelzáloglevelekhez kapcsolódó támogatások eredményeképpen) nem jellemző, a devizahitelek térnyerésének eredményeképpen azonban volumenük emelkedik.

A fedezetlen banki kötvények kibocsátása Magyarországon általánosságban nem elterjedt, de egyes bankok viszonylatában láthatunk rá példákat. A kibocsátásuk nincs szigorú szabályok által korlátozva, így rugalmasabb finanszírozási formának tekinthetőek, mint a jelzáloglevelek, azonban – éppen a szigorú ellenőrzések hiányából adódóan – az így gyűjtött források ára magasabb, mint a jelzáloglevél alapú forrásoké.

A fedezetlen banki kötvények és a jelzáloglevelek közötti átmeneti megoldásnak tekinthető, amikor a bank jelzáloghitel fedezete mellett bocsát ki banki kötvényt. Ebben az esetben a kibocsátó bank oldaláról különböző jogi önkorlátozások és plusz szereplők (fedezeti biztos) biztosítják a befektetők érdekeit, és így alacsonyabb hozamfelárat képesek a bankok elérni, mint a nem fedezett kötvények esetében. Magyarországon ilyen jellegű kibocsátás még nem történt, de tudomásunk szerint előkészítés alatt áll. Az értékpapírosítás nemzetközi szinten igen különböző mértékben jellemző, az Egyesült Államokban az MBS-kibocsátás az egyértelműen domináns lakáshitel-finanszírozási gyakorlat, de a '90-es évek elejétől már Európában is jelen van, elsősorban Nagy-Britanniában alkalmazzák.

Mivel az értékpapírosítás szerepe az európai piacokon folyamatosan erősödik, valamint az MBS és a jelzáloglevél-kibocsátás első pillantásra nagyon hasonlóknak tűnik, ezért fontosnak tartjuk kiemelni a közöttük rejlő hangsúlyosabb különbségeket, és megvizsgálni az értékpapírosításnak, mint a jelzáloglevél alapú forrásszerzés alternatívájának relevanciáját. Mindkét finanszírozás kapcsán elmondható, hogy a hitelnyújtó közvetlenül vagy közvetetten értékpapír kibocsátásával jut forráshoz, és mindkét esetben a jelzáloghitelek jelentik az értékpapírok fedezetét. Számos ponton azonban jelentős különbségeket tapasztalhatunk.

7. táblázat

A jelzáloglevél-finanszírozás és az értékpapírosítás közötti legfontosabb különbségek

	Jelzáloglevél-finanszírozás	MBS
Ki bocsátja ki az értékpapírt	A forrásbevonó és a kibocsátó ugyanaz (jelzálogbank)	A forrásbevonó a kibocsátáshoz önálló jogi személyt (SPV) hoz létre
Kinek a mérlegében van a fedezet	jelzálogbank	SPV
Befektetők biztonságát mi garantálja	fedezet+kibocsátó eszközei	fedezet
Csőd esetén mi történik a fedezettel	kielégítésre kerül belőle a jelzáloglevél, vagy átkerül másik kibocsátóhoz a kötelezettségekkel együtt	az SPV biztosítja a fedezet további működését és az értékpapírok további kamatainak és tőkéjének kifizetését
Ki viseli a jelzáloghitelek hitelkockázatát	jelzálogbank	befektető
Ki viseli az előtörlesztés kockázatát	jelzálogbank	befektető
Az értékpapír kifizetéseit miből teljesítik	a jelzálogbank cashflow-jából	a fedezet cashflow-jából
Jelzáloghitelek utáni tőkekövetelmény	van	nincs, csak szintetikus ügylet esetén

Az értékpapírosítás és a jelzáloglevél-kibocsátás kapcsán a legfontosabb különbségnek az tekinthető, hogy az MBS-kibocsátás során a fedezet egy speciálisan erre a célra létrehozott jogi személy, ún. *special purpose vehicle/entity* (SPV/SPE) tulajdonába és mérlegébe kerül át, így a forrásszerző bank (*originator*) mentesül az ezen eszközre vonatkozó tőkeképzés alól. Az értékpapír-kibocsátást is az SPV vezényli le. A jelzáloglevél alapú finanszírozás esetében a forrásszerző bank bocsátja ki az értékpapírt, és a jelzáloghitel-fedezetek a bank mérlegében maradnak. Ebből adódóan a befektetők kockázatai is különböznek a két esetben.

Az MBS-kibocsátás esetében kizárólag a jelzáloghitel-portfólió jelenti az értékpapírok fedezetét, a jelzálogleveleknél végrehajtás során, ha a fedezet nem elegendő, a jelzá-

logbank egyéb eszközei is rendelkezésre állnak a hitelezők követeléseinek kielégítésére. Másik oldalról azonban éppen ez a fedezet-elkülönítés garantálja az értékpapírosításnál, hogy az originátor csődje esetén az eszközök tovább „élnek”, és kitermelik az értékpapírok kamatát és tőkéjét, miközben a jelzáloglevél-követelések kifizetését a jelzáloglevél- és a csődtörvény biztosítja (csőd esetén a jelzáloglevél-követelés akár azonnal kifizetésre kerül, ami az előre kalkulált cashflow megváltozását eredményezheti). Ehhez kapcsolódóan az MBS esetében az értékpapír kamatainak és tőkéjének a kifizetése a portfólió cashflow-jának a függvénye, így az előtörlesztés kockázatát a befektetők viselik. A jelzáloglevelek kifizetései ezzel szemben nem kötődnek közvetlenül az eszközök teljesítéséhez, azt a jelzáloglevél kibocsátójának a cashflow alakulása határozza meg. Az értékpapírosítás során az előtörlesztés kockázatán kívül a hitelkockázatot is a befektetőknek transzferálják a kibocsátók azáltal, hogy az eszközök kikerülnek a mérlegükből, míg a jelzáloglevelek esetében a hitelezési kockázatot továbbra is a kibocsátó viseli.

Tőkekövetelmény szempontjából jelenleg egyértelműen az értékpapírosítás a kedvezőbb megoldás, mivel a jelzáloglevél-kibocsátással a banknak a könyvekben maradó eszközök után tőkét kell képeznie, MBS esetében az eszközök mérlegből való kikerülésével azonban ettől a tőkelekötéstől mentesül az originator. Ez a Bázeli II. szabályozás alapján megváltozik, és a hitelkockázat transzferálásának tényleges mértékétől függően kell majd tőkét képezni az értékpapírosított eszközök után.

Az MBS és a jelzáloglevél a legtöbb országban nem egy időben fejlődik ki, így jellemzően vagy az egyik, vagy a másik instrumentum dominál a piacon. Miközben az angolszász országokban (USA, Anglia) az értékpapírosítás terjedt el, addig a kontinentális jogrendszert követő országokban a jelzáloglevelek térnyerése volt jellemző (Németország, Dánia).

A két konstrukció elterjedését előnyei és hátrányai mellett nagyban befolyásolhatja a kormányzati politika is. Azokban az országokban, ahol valamilyen módon (likviditási garancia, kedvező intézményi befektetői limitek, támogatások hozzákapcsolása, adókedvezmények, garanciák, megfelelő szabályozási környezet) a kormányzat támogatja valamelyik instrumentum használatát, közvetetten korlátozhatja a másik instrumentum terjedését.

Magyarországon az 1997-es jelzálogbanki törvény és a 2001. évi támogatási rendelet hatálybalépésével a jelzáloglevél „zöld utat kapott”, miközben az értékpapírosításra még speciális jogszabály sem létezik. Valószínűsíthető azonban, hogy a szabályozási környezet kialakítása sem lenne elegendő a jelzáloghitel-portfólió értékpapírosításának elindulásához, mivel a támogatási rendelet privilégiumot biztosít a jelzálogleveleknek mindaddig, amíg a támogatásokhoz való hozzájutást nagymértékben a jelzáloglevél alapú finanszírozáshoz köti.²¹ További problémát jelenthet, hogy a magyar piacon az egyedi banki jelzáloghitel-portfóliók mérete nemzetközi szinten alacsony, ami a likviditási és mérrethatékonysági korlátokon keresztül megdrágítja a kibocsátást.

Összegzőképpen elmondható, hogy hasonló módon a német piachoz, a jelzáloglevelek hazánkban is korlátozzák az értékpapírosítás elterjedését, így nem várható, hogy a közeljövőben az MBS, mint releváns finanszírozási alternatíva megjelenik Magyarországon a jelzáloghitelezés kapcsán.

4.6 Az új tőkekövetelmény-szabályozások hatása

Az új nemzetközi tőkeegyezményekben (Bázel II és CAD 3) a jelzáloghitelezés és a jelzáloglevél alapú finanszírozás két vonatkozásban jelenik meg. *A jelzáloghitelezés kapcsán a bankok mérlegében levő jelzáloggal fedezett lakáshitelek a standard módszer keretei között a jelenlegi 50%-os kockázati súlyozás helyett 35%-kal szerepelnek a tőkeszámítás során, de a belső minősítésen alapuló módszer esetében ez a súly akár még tovább csökkenhet a nemteljesítés valószínűségének (PD) és a veszteség-rátának (LGD) a függvényében.*

A finanszírozás oldaláról a kibocsátott jelzáloglevelek az eddigi szabályozás alapján jellemzően 10, illetve egyes országok, például Magyarország esetében, 20%-os kockázati súlyt kaptak az értékpapírokat megvásárló bankok tőkemegfelelésének számításánál. Az új Bázel II. szabályozás azonban a jelzálogleveleket nem kezeli kiemelten, ami azt jelenti, hogy kockázati súlyozásuk megfelel a fedezetlen banki kötvények súlyozásának.

²¹ Hazánkban a jelzáloghitel-portfólión kívül a gépjárműhitel-állomány tekinthető olyan mértékben homogénnek, amely lehetővé teheti az értékpapírosítást.

Az európai szabályozásban (CAD 3) ezzel szemben a jelzáloglevelek súlyozása eltér a biztosítékkal nem fedezett banki kötvényekétől, amennyiben az értékpapír megfelel az uniós előírásoknak, a fedezetek megfelelően kerülnek értékelésre, és biztosított a rendszeres felügyelet. A standard módszer szerint a jelzáloglevél kockázati súlya eggyel kedvezőbb, mint a kibocsátóé. Azaz, ha a kibocsátó kockázati súlya (például nem fedezett banki kötvény esetében) 20%, akkor az adott hitelintézet jelzáloglevele már csak 10%-os kockázati súllyal szerepel a tőke megfelelés számításánál. A kibocsátó kockázati súlya két módszerrel határozható meg. Ha a felügyelet az állam kockázati súlyozásához viszonyított rendszert preferálja, akkor a jelzáloglevelek 10%-os kockázati súlyt kapnak a tőke követelmény-számításnál. A másik, új lehetőség, a külső minősítések figyelembevétele, ahol a bankok és a jelzáloglevelek súlyozása a hitelmi minősítők által adott értékelésen alapul. Ebben az esetben az AA, vagy rosszabb minősítéssel rendelkező bankok jelzáloglevelei nem élvezhetik a korábban jellemző 10%-os kockázati súlyt, így ezek a bankok kedvezőtlenebb helyzetbe kerülhetnek papírjaik értékesítésénél. Magyarországon a CAD 3 bevezetésével a jelzáloglevél-befektetések tőkeigénye ez utóbbi módszerrel nem változna, hiszen a két minősített jelzálogbank papírjának ratingje A1, a másik eljárás azonban javítana helyzetükön, hiszen így 10%-os súllyal kerülnének beszámításra a jelzáloglevelek a banki befektetők tőke-szükségletének számításánál.

A belső minősítésen alapuló módszerek, a jelzáloghitelekhez hasonlóan, még kedvezőbb változásokat eredményezhetnek a jelzáloglevelek súlyozásánál, összességében azonban még sem várjuk, hogy a kereskedelmi bankok portfóliójában ennek hatására növekedne meg a jelzáloglevelek részaránya.

Nemzetközi viszonylatban szinte példa nélküli az önálló zálogjogvásárlás a jelzálogbanki modellekben. Ebben az esetben a jelzáloghitel a kereskedelmi bank könyvében marad, de a refinanszírozás kapcsán a zálogjog a jelzálogbankhoz kerül. Ez felveti azt a kérdést, hogy a kereskedelmi bank könyvében levő jelzáloghitel kaphat-e 35%-os kockázati súlyt annak ellenére, hogy a zálogjog jogosultja a jelzálogbank. A zálogjog kereskedelmi bankoknál történő beszámítása indokolt lehet, ha az ügyfél nem fizetése esetén a zálogjogot a kereskedelmi bank visszavásárolja a jelzálogbanktól. Ezzel formálisan ugyan a hitel problémamentessége esetén a zálogjog jogosultja a jel-

zálogbank, a gyakorlatban azonban az ügyfél nem fizetése esetén a jog a kereskedelmi bank számára nyílik meg, így a kereskedelmi bank alkalmazhatja a 35%-os kockázati súlyt lakóingatlannal fedezett jelzáloghiteleire. Bázeli II implementálásánál ennek a speciális konstrukciónak a mélyebb megvizsgálása a pontos szabályozás kialakítása érdekében elengedhetetlen.

4.7 Legújabb fejlemények – A jelzálogbankok tulajdonosi háttérben történő változások

A magyar jelzálogbankok kapcsán szót kell ejteni a tulajdonosi háttér átalakulásáról is. Az FHB esetében az 53%-os állami tulajdon privatizációja, a HVB Jelzálogbanknál a HVB és az Unicredito egyesülése vet fel további kérdéseket.

Az FHB privatizációjának második szakaszában az ÁPV Rt. 50%+1 szavazatnyi részarányt magában foglaló részvényt csomag értékesítésére írta ki a pályázatot. A privatizáció során az állam a „minél magasabb bevétel elérése mellett olyan tranzakciós struktúra kialakítását tűzte ki célul, amely az FHB piaci pozícióját nem veszélyezteti, alkalmas a jelzálogbank üzleti modelljének és stratégiájának továbbvitelére, valamint megőrzi a tulajdonosi szerkezet stabilitását” (részlet az ÁPV Rt. közleményéből). A privatizációs stratégiák közül a 2004-es Richter-privatizációhoz hasonló, átváltható deviza- és forintkötvényekre alapuló értékesítési módszer tűnt legesélyesebbnek, mert azáltal, hogy a vásárolt kötvények csak bizonyos idő elteltével alakulnak át részvényekké, ez teret biztosíthat a menedzsment hosszú távú elképzeléseinek, és újabb éveket a bank tőkehelyzetének megszilárdításához.

Az állami részvények értékesítése nemcsak a banki stratégiára, de a bank és a jelzáloglevelek minősítésére is hatást gyakorolhat. A Moody's májusban a bank jövőbeni tulajdonosi szerkezetével kapcsolatban felmerülő kérdések következtében felülvizsgálat alá helyezte a bank besorolását. A felülvizsgálat során a privatizációs folyamat került a középpontba, a lehetséges tulajdonosi szerkezetre, az állam további támogató szerepére, az új tulajdonos tőkebefektetési hajlandóságára, és az FHB hosszú távú üzleti modelljének fenntarthatóságára koncentrálna. Az állami tulajdonosi háttér megszűnése az esetleges leminősítést is valószínűsítette. A minősítő cég szerint részvény-

csomag értékesítésénél az a legfontosabb, hogy a privatizációs technika kiválasztásánál a bank stratégiáját és hosszú távú életképességének a fenntartását kell szem előtt tartani. A pályázati határidő lejárta után az ÁPV Rt. úgy döntött, hogy az FHB privatizációját egyelőre leveszi a napirendről, megtartja többségi részesedését a bankban. Ezáltal a bank stabil tulajdonosi háttere továbbra is biztosított, és a forrásszerzés szempontjából rendkívüli fontos jó minősítése is megmaradhat.

A HVB Jelzálogbank esetében a HVB és az Unicredito csoport fúziója hozhat változást. Üzleti szempontból közvetlen hatással (egyesülés, megszűnés stb.) nem számolhatunk, mivel Magyarországon az Unicredito eddig nem volt jelen.

A Moody's a HVB és az Unicredito esetében is felülvizsgálattal reagált a fúzió hírére. Mivel a két bank minősítése közötti különbség jelentős (Unicredito: Aa2, HVB: A3) a ratingek harmonizálása elengedhetetlennek bizonyul. Ez egyes mutatóknál az Unicredito esetében leminősítést, a HVB esetében felminősítést eredményezhet. A BACA egy mutatóját leminősítési, két mutatóját felminősítési vizsgálat alá helyezték.

A HVB Jelzálogbankot a besorolások lehetséges megváltozása közvetlenül nem érinti, mivel nemzetközi minősítéssel nem rendelkezik, közvetetten azonban a jelzáloglevél-kibocsátások során a fúzió körüli bizonytalanság, és az ehhez kapcsolódó különböző várakozások a befektetők oldaláról csökkenő és növekvő hozamelvárásokat is indukálhatnak.

4.8 Konklúzió

Pénzügyi stabilitási szempontból a jelzáloglevél alapú finanszírozás alacsony kockázatot jelent, és több szempontból is előnyös forrásszerzési megoldásnak tekintjük. Egyrészt a bankok a hosszú lejáratú eszközök finanszírozásához hosszú lejáratú forrást vehetnek igénybe relatíve alacsony forrásköltség mellett, másrészt az intézményi befektetők alacsony kockázatú papírokba tudnak fektetni az állampapíroknál magasabb hozamokat realizálva, és ezzel javíthatják portfóliójuk diverzifikáltságát. A nemzetközi példák azt mutatják, hogy a bankok is felismerték a jelzáloglevél alapú finanszírozás előnyeit, de sokat számít a tradíció is (Németország, Dánia), amiről egyelőre nálunk még nem beszélhetünk.

A 2001. évi támogatási rendelet hatására a jelzálogbankok Magyarországon kiemelt szerephez jutottak, ami versenyelőnyt eredményezett a jelzálogbankok és a csoporthoz tartozó bankok számára a lakáshitelezési versenyben. Emellett, mivel a bankoknak folyamatosan alkalmazkodniuk kell a támogatási rendelet változásaihoz, egyrészt jövedelmük fenntartása, másrészt újabb ügyfelek szerzése érdekében, a szabályozási kockázatot jelentősnek értékeljük. Ez a két tényező pénzügyi stabilitási szempontból kedvezőtlen, ugyanakkor a jelzáloglevél, mint finanszírozási forma fennmaradása és elterjedése mindenképpen előnyös a bankok lejáratí struktúrájának harmonizálása, és a befektetők számára elérhető alacsony kockázati szint fenntartása érdekében.

A támogatási rendszer a piac kifejlődéséhez elengedhetetlennek bizonyult, mára azonban a piac elfogadta a magyar jelzálogleveleket, így értékesítésük nem jelent gondot az európai piacokon. A probléma a jelzálogbankok számára az eszközoldal kialakítása, hiszen jelenleg jellemzően a refinanszírozott és saját támogatott hitelek jelentik a papírok fedezetét. A támogatási rendszer átalakításával vagy a devizaalapú lakáshitelek növekedési ütemének fennmaradásával a kereskedelmi bankok oldaláról tovább csökkenhet az igény a jelzálogbanki refinanszírozásra, a jelzálogbankok saját hitelfolyósításai pedig jellemzően (az OTP-csoport kivételével) nem biztosítják a gyakori és hatékony kibocsátásokat.

Ebből adódóan a stratégiaváltás elengedhetetlen: a bankoknak fel kell készülniük a támogatási rendszer esetleges további szigorodására és a devizahitelek kezelésére szorosabb partneri kapcsolatok kialakításával, és szélesebb, nem kizárólagosan a lakáshitelekre épülő termékkínálattal. Az elmozdulás első jeleit 2005-ben már tapasztalhatjuk, azonban ahhoz még kevés idő telt el, hogy az új termékek sikerességéről beszélhessünk.

Pénzügyi stabilitási szempontból egy olyan, piaci alapokon működő jelzáloglevél alapú finanszírozási gyakorlat kialakulása lehet kíváncs, amelyben nem az állami támogatások irányítják a szereplők döntéseit, ezáltal a szabályozási kockázat és a szabályok versenyre gyakorolt hatása is mérsékeltebbé válhat.

Függelék

Szószedet

Jelzáloghitel: olyan hitel, amely mögött fedezetként ingatlanon alapított jelzálogjog áll.

A jelzáloghitel alaptípusai:

- háztartásoknak nyújtott jelzáloghitelek;
 - lakáscélú (nem minden lakáscélú hitel jelzáloghitel),
 - fogyasztási célú (szabad felhasználású jelzáloghitelek),
- kereskedelmi célú jelzáloghitelek (nem pénzügyi vállalatok részére).

Jelzáloglevél alapú hitelek: olyan jelzáloghitelek, amelyeket jelzáloglevél kibocsátásával finanszíroznak (nem minden jelzáloghitel jelzáloglevél fedezetű hitel).

Típusai:

- jelzálogbank által közvetlenül nyújtott hitel (saját hitel),
- kereskedelmi bank által nyújtott, de jelzálogbank által refinanszírozott hitel:
 - önálló zálogjogvásárlás,
 - konzorciális hitel.

Önálló zálogjogvásárlás: a jelzálogbank nem a kereskedelmi bank által nyújtott jelzáloghitelt, hanem csak a fedezetként mögötte álló, ingatlanra bejegyzett zálogjogot vásárolja meg, így a jelzáloghitel továbbra is a kereskedelmi bank mérlegében marad.

Konzorciális hitelezés: a kereskedelmi bank, illetve a jelzálogbank hitelezői konzorciumot alkot, amelynek keretében a tagok értékesítik a terméket. A hitelnyújtást követően a jelzálogbank megvásárolja a hiteleket, amelyek így kikerülnek a kereskedelmi bank vagy takarékszövetkezet mérlegéből.

Forrásoldali kamattámogatás: a támogatási rendelet alapján forrásoldali támogatás a jelzáloglevél fedezetű lakáshitelekre jár, ha a hitel és az igénylő megfelel a rendeletben definiált feltételeknek. A támogatás a jelzáloglevelekhez kapcsolódik, így közvetlenül a jelzálogbankokhoz jut, akik a refinanszírozás során beépítik a refinanszírozási kamatládba, és így transzferálják a kereskedelmi bankoknak.

Eszközoldali (kiegészítő) kamattámogatás: a támogatás közvetlenül a banki eszközökhöz, azaz a lakáscélú jelzáloghitelekhez kapcsolódik, adott feltételek teljesülése esetén. Ebben az esetben a kereskedelmi bank közvetlenül, nem a jelzálogbank segítségével jut a támogatásokhoz.

A támogatási rendszer elemei és a jelzáloglevélhez kapcsolódó támogatások

A támogatási rendszer főbb elemei 2005. február 1-jétől:

1. Közvetlen támogatás

- Lakásépítési kedvezmény és fiatalok otthonteremtési támogatása („szocpol”, „félszocpol” és Fészekrakó program)
- Akadálymentesítési támogatás

2. Kamattámogatás

- Jelzáloglevéllel finanszírozott hitelek kamattámogatása
- Kiegészítő kamattámogatás (csak új lakás építése vagy vásárlása esetén)
- Kamattámogatás értékesítés vagy bérbeadás céljára való lakás építésére
- Lakóház-felújítási és víziközmű-kamattámogatás
- Önkormányzati hitelek kamattámogatása

3. Lakáscélú hitel adókedvezménye (az adóévben törlesztésként megfizetett összeg 40, illetve 30%-a jövedelemtől függően, de maximum 120 ezer forint.)

A támogatási rendelet szerint a forrásoldali támogatás esetében a támogatás mértéke a törvényben definiált állampapírhozam adott százaléka (új lakás esetében 60%, használt lakás vásárlása esetén 40%), ahol állampapírhozamként az ÁKK²² Rt. által havi rendszerességgel közzétett, a kibocsátást megelőző három naptári hónapban tartott állampapír-aukciókon kialakult átlaghozamoknak az adott aukción elfogadott mennyiségekkel súlyozott számtani átlagát kell figyelembe venni. A támogatás mértékét a forrásul szolgáló jelzáloglevél-sorozattal azonos futamidőre, ilyen hiányában pedig a legközelebbi futamidőre vonatkozó állampapírhozam alapulvételével kell meghatározni.

²² ÁKK Rt.: Államadósság Kezelő Központ Rt.

A jelzálogbankok gyakorlatában ez azt jelenti, hogy a jelzáloghitel folyósításánál meghatározzák azt a jelzáloglevelet, amely a hitel forrásául szolgál, és amelynek az adott jelzáloghitel így fedezetét képezi. A finanszírozó jelzáloglevél kiválasztásánál a kamatkockázat csökkentése érdekében figyelembe veszik a hitel átárazódását (1 éves átárazódású hitelnél változó kamatozású, vagy rövid, azaz 1–3 éves futamidejű jelzáloglevelet választanak forrásnak), illetve a Pénzügyminisztériummal történt megállapodás alapján a jelzáloglevél kibocsátási dátuma és a hitelfolyósítás közötti időkorlátot. A hitelfolyósításkor a jelzálogbankok az adott paraméterek alapján meghatározzák a támogatás összegét, amelyet havonta igényelhetnek az Államháztartási Hivataltól. A támogatás összege fix kamatozású jelzáloglevél esetén rögzített a jelzáloglevél teljes futamidejére, de maximum 20 évre. Változó kamatozású jelzáloglevél vagy új jelzáloglevél kibocsátása esetén a kamattámogatás összege a kamatperiódus lejártával, illetve az új értékpapír megjelenésével újból meghatározásra kerül a fennálló feltételeknek megfelelően.

A jelzálogbankok a kamattámogatáson kívül követelés vagy önálló zálogjog megvásárlása esetén költségtérítés jogcímen a megvásárolt követelés/zálogjog értékének 0,5%-át igényelhetik a Magyar Államkincstártól.

Az intézményi befektetők befektetéseire vonatkozó limitek és hatásuk

A biztosítók befektetési politikáját a biztosítókról és a biztosítási tevékenységről szóló 2003. évi LX. törvény szabályozza:

136. § (2) e) a biztosító az összes bruttó biztosítástechnikai tartaléka 5 százalékáig fektethet be ugyanazon vállalkozás által kibocsátott részvénybe, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírba... E mérték legfeljebb az összes bruttó biztosítástechnikai tartalék 10 százalékáig növelhető, ha az értékpapírok, és a kölcsönök együttes összege sem haladja meg a bruttó biztosítástechnikai tartalék 40 százalékát.

140. § (2) A 136. § (2) bekezdés e) pontjában meghatározott 40 százalékos határt a Felügyelet engedélyével meg lehet emelni a jelzáloglevelek esetében.

A biztosítók összességében a biztosítástechnikai tartalékuk mindössze 4,3%-át tartják jel-

záloglevélben. Mivel a törvény kibocsátónként engedélyezi az értékpapírok 5%-os tartalékarányát, és a jelzáloglevelek aránya ezt összességében sem éri el, a kibocsátók és a befektetők számára ez a törvényi korlát szektorszinten nem effektív. A biztosítók portfólióját egyedileg vizsgálva már lényegesen eltérő eredményeket láthatunk, a 10 legnagyobb szereplő között ugyanis 3 biztosító esetében a befektetések több mint 5%-át teszik ki a jelzáloglevelek, ugyanakkor 5 biztosító egyáltalán nem tart jelzáloglevelet a portfóliójában.

Befektetési alapok befektetéseire vonatkozó korlátozásokat a Tőkepiaci törvény (2001. évi CXX.) szabályozza az alábbiak szerint:

268. § (2) ...az egy kibocsátótól származó értékpapírok és egyéb pénzüpi eszközök nem haladhatják meg a befektetési alap saját tőkéjének húsz százalékát, kivéve az OECD-tagállamok által kibocsátott állampapírt.

(3) A befektetési alap nem szerezheti meg az egy kibocsátótól származó hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és egyéb pénzüpi eszközök több mint húsz százalékát, kivéve az OECD-tagállamok által kibocsátott állampapírt.

Nyilvános befektetési alapok speciális szabályai:

276. § (8) A befektetési alap saját tőkéjének legfeljebb 25 százaléka fektethető be Magyarországon székhellyel rendelkező, ugyanazon jelzálog-hitelintézet által kibocsátott jelzáloglevélbe.

(10) azon értékpapírok összesített aránya, amelynek kibocsátója kötelezettséget vállalt az adott értékpapírnak a kibocsátást követő egy éven belüli, bármely tőzsdére vagy más elismert piacok valamelyikére történő bevezetésére – és a bevezetésnek nincs törvényi vagy egyéb akadálya –, legfeljebb az alap saját tőkéjének harminc százaléka lehet.

280. § Ingatlanalap nem fektethet be jelzáloglevélbe.

Magyarországon 2004 végén a 136 befektetési alap közül 117 nyilvános befektetési alapként működött, így jellemzően az alap saját tőkéjének maximum 25%-a fektethető be ugyanazon jelzálogbank által kibocsátott jelzáloglevelekbe. Összességében a megengedett értéknél jóval alacsonyabb jelzáloglevél-állományt tartanak, a befektetési alapok portfóliójában levő banki kötvények²³ állománya mindössze az alapok saját tőkéjének 7,4%-a.

²³ A jelentésekben a jelzáloglevelek nem külön, hanem az egyéb monetáris intézmények értékpapírai között kerülnek kimutatásra, így az elemzésben a jelzáloglevelek arányát valószínűleg felülbecsülöm, de a megállapításokra ez nincs hatással.

A pontosabb következtetések levonásához szükséges megvizsgálni a befektetési alapokat típusonként is, hiszen a 6 alaptípus²⁴ közül, feltételezve, hogy az alap az elnevezésének megfelelő befektetési politikát gyakorol, a kötvény- és a vegyes alapok azok, amelyek a jelzáloglevelekbe a portfólió magasabb arányát fektethetik be. Ez a két típus év végén a befektetési alapok vagyonából 45,7%-kal rendelkezett, és ha így kalkuláljuk a saját tőkére (486,3 milliárd forint) vetített jelzáloglevél-állomány értéke már elérte a 16,2%-ot. Mivel azonban a törvényi szabályozás kibocsátónként engedélyezi a saját tőke 25%-áig történő befektetést, még így sem állíthatjuk, hogy a törvény által meghatározott limitek befolyásolnák a befektetési alapok stratégiáját.

A nyilvános portfóliójelentések alapján a két legnagyobb befektetési alapkezelő (OTP Alapkezelő, Budapest Alapkezelő) befektetési politikáját is vizsgálat alá vontuk. Együttesen 22 alap felügyeletét látják el, a befektetési alapok összesített saját tőkéjének 54,8%-ával rendelkeznek, és a jelzáloglevelek 64,9%-át birtokolják. A 22 általuk kezelt alap közül mindössze 5 fektetett be jelzáloglevelekbe, a jelzáloglevél-állomány saját tőkére vetített aránya 7,2% és 20,8% között szóródott. A portfóliójelentések alapján megállapítható, hogy a 25%-os limit a vizsgált befektetési alapok számára nem jelentett tényleges korlátot.

Korlátozást a szabályozás másik része, a befektetéseket az egy kibocsátó által kibocsátott értékpapírok 20%-ában maximálós kitétel jelenthet (az FHB és az OTP esetében), bár, mint korábban említettük, a jelzálogleveleken belüli kibocsátónkénti megoszlást nem ismerjük.

A **nyugdíjpénztárak** tevékenységére és befektetéseire többszintű szabályozás létezik (1997. évi LXXXII. törvény a magánnyugdíjról és a magán-nyugdíjpénztárakról és 2001. évi 281. és 282. Kormányrendelet a nyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási szabályairól):

LXXXII. törvény 67.§ (4) b): az állampapírok kivételével **az egy kibocsátó által kibocsátott értékpapírba a pénztári eszközök legfeljebb 10%-a fektethető be.**

67.§ (4) c): az állampapírok és a nyílt végű befektetési alap befektetési jegyeinek, valamint **a jelzáloglevelek kivételével nem szerezheti meg az egy kibocsátó által kibocsátott értékpapírok 10%-át meghaladó részét.**

²⁴ Nemzetközi alap, részvényalap, kötvényalap, pénzpiaci alap, ingatlanalap, vegyes alap.

281. és 282. kormányrendelet 2. sz. melléklet (d): **A jelzáloglevelek együttes aránya nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 25%-át.**

A törvény a nyugdíjpénztárak esetében is kettős korlátozást alkalmaz a befektetések szabályozásánál. Az egy kibocsátó által kibocsátott értékpapíroknak a portfólió teljes értékéhez viszonyított arányánál megadott 10%-os limitértéket a nyugdíjpénztárak összességében sem a magán (8,1%), sem az önkéntes ágban (7,7%) nem érik el a teljes jelzáloglevél-állomány figyelembevételével sem (a korlát egy kibocsátóra érvényes).

A másik korlátozás szerint az egy kibocsátó értékpapírjainak a nyugdíjpénztárak a törvény szerint általánosságban csak a 10%-át szerethetik meg, ugyanakkor a jelzáloglevelek esetében a szabályozás lehetőséget biztosít arra, hogy ennél nagyobb arányban részesedjenek az értékpapírokból, összességében 25%-os részarányt engedélyezve a jelzálogleveleknek a pénztári eszközök között. A két limit közül a nyugdíjpénztári portfólióadatok szerint egyik sem tekinthető effektívnek, ugyanakkor egyedi pénztárakra adatok hiányában nem tudunk megállapítást tenni.

Irodalomjegyzék

Nagyné Vas Erzsébet: *A lakáshitelezés intézményi struktúrái, kockázatai* (Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. december.)

Szalay György–Tóth Gyula: *A lakásfinanszírozás gyakorlata, kapcsolódó kockázatok és azok kezelése a magyar bankrendszerben* (Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2003. december.)

Vincze Judit: *A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai* (MNB-tanulmány 2002.)

Csávás Csaba: *Gyors fejlődés a lakáshitelek piacán* (Világgazdaság, 2004. december 27.)

Loic Chiquier, Olivier Hassler, Michael Lea: *Mortgage Securities in Emerging Markets* (World Bank Policy Research Working Paper, 2004)

Loic Chiquier: *Regulation of Mortgage Banks and Mortgage Bonds in Poland* (The Urban Institute, 1999)

Fitch Ratings: *Analysis of German Pfandbriefe: Preparing for 2005*

Dr. Gellén Klára: *Az önálló zálogjog alkalmazása a jelzálog-hitelezés gyakorlatában* (Jogelméleti Szemle 2002/4.)

Danish mortgage bonds (Dán Jelzálogbank Szövetség, 2004)

Mortgage Financing in Denmark (Dán Jelzálogbank Szövetség, 2004)

Annual Report 2003, Német Jelzálogbankok Szövetsége

Cristina Costa: *Outlook and Developments for European Covered Bonds* (Európai Jelzálogszövetség, 2004)

Mortgage Banks and the Mortgage bond in Europe (Európai Jelzálogszövetség, 2003)

The Protection of the Mortgage Borrower in the European Union (Európai Jelzálogszövetség, 2003)

The Valuation of Property for Lending Purposes in the European Union (Európai Jelzálogszövetség, 2004)

Position Paper on the third Consultation of the Commission Services on the review of Capital Requirements for Banks and Investment Firms (Európai Jelzálogszövetség, 2003)

7th and 8th *Central European Covered Bond Conference* anyagai

Hypostat adatbázis (www.hypo.org)

Moody's honlapja (www.moody.com)

UCITS Directive, XXX/1997. törvény a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről közötti fontosabb különbségek

MNB Műhelytanulmányok 36.

2005. augusztus

Nyomda: D-Plus

H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

